

Os *White Papers* do Instituto Acende Brasil consolidam análises e recomendações aprofundadas sobre temas do Setor Elétrico Brasileiro e visam à promoção de discussões qualificadas sobre as seguintes dimensões setoriais: Agência Reguladora, Governança Corporativa, Impostos e Encargos, Leilões de Energia e Transmissão, Meio Ambiente e Sociedade, Oferta de Energia, Rentabilidade, Tarifa e Regulação.

Para saber mais sobre o Instituto Acende Brasil acesse www.acendebrasil.com.br

INDEXAÇÃO DE CONTRATOS DO SETOR ELÉTRICO E INFLAÇÃO

O governo tem manifestado a intenção de promover uma ‘desindexação’ na economia com o objetivo de reduzir a ‘inércia inflacionária’ e o controle sobre a inflação.

Embora haja algumas outras iniciativas visando a reduzir a indexação na economia, o foco do governo tem sido quase que exclusivamente a ‘desindexação’ dos contratos do setor elétrico, tanto dos contratos de concessão a serem renovados como dos novos contratos de compra e venda de energia elétrica.

A indexação foi um problema grave no Brasil no passado, quando praticamente todos os preços eram indexados e o prazo entre reajustes se tornava cada vez mais curto.

Essa preocupação governamental não é nova. O Plano Real, por exemplo, foi bem sucedido na redução do grau de indexação na economia e, desde então, o país tem conseguido manter a taxa de inflação anual sob controle, em patamares de um dígito.

Com base nesse contexto, é importante ponderar objetivamente os custos e benefícios atrelados à eliminação da indexação de contratos de longo prazo.

A indexação em contratos de longo prazo proporciona uma série de benefícios para a sociedade ao permitir que agentes façam compromissos contratuais de décadas com base nos fundamentos de sua atividade, desconsiderando riscos oriundos das políticas fiscal e monetária do governo.

Isto dito, é importante enfatizar a natureza de longo prazo no setor elétrico, cujo planejamento está alicerçado em contratos que variam entre 15 e 35 anos.

A desindexação desses contratos forçaria os agentes do setor elétrico a assumir o risco da inflação, o que elevaria os custos do setor, seja por causa de prêmio de risco maior, seja pelas distorções no planejamento que inevitavelmente ocorreriam em função de expectativas divergentes quanto ao comportamento futuro da inflação ou do encurtamento do prazo dos contratos.

Da mesma forma, índices setoriais não são a resposta mágica ao desafio porque não refletiriam adequadamente o comportamento e a heterogeneidade dos custos do setor.

A desindexação dos contratos do setor elétrico não pode ser uma medida tomada de forma impensada. Requer conhecimento profundo da lógica econômica do setor, é um assunto extremamente técnico e deve passar longe de arenas políticas.

Esse *White Paper* examina a questão da desindexação em profundidade e aponta formas mais promissoras de se alcançar os objetivos atrelados à contenção de ameaças inflacionárias.

“Your past is always your past. Even if you forget it, it remembers you.”

“Seu passado é sempre seu passado. Mesmo que você se esqueça dele, ele tratará de lembrá-lo.”
(Sarah Dessen)

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	2	4. DESINDEXAÇÃO DE CONTRATOS DE LONGO PRAZO	20
2. INDEXAÇÃO E INFLAÇÃO	4	4.1 Estratégia equivocada	20
2.1 Por que o governo busca a desindexação?	4	4.2 Como promover a desindexação	22
2.2 Indexação no Brasil	5	5. CONCLUSÃO	25
2.3 Inflação inercial	8	REFERÊNCIAS	27
2.4 Indexação, rigidez de preços e política monetária	11		
3. TARIFAS DE ENERGIA E INFLAÇÃO	16		
3.1 Evolução da tarifa de energia elétrica	16		
3.2 A dinâmica de cada componente da tarifa	17		

1. INTRODUÇÃO

Ao longo do ano de 2012 vários representantes do Governo Federal têm manifestado a intenção de promover uma ‘desindexação’ no setor elétrico, seja nos novos contratos de concessão que estão sendo renovados, seja nos contratos de compra e venda de energia. A ideia que parece permear entre as autoridades é a de que os reajustes anuais previstos nos contratos do setor baseados em índices gerais de inflação seriam desnecessários na atual conjuntura e deveriam ser eliminados:

“Em um país que está vivendo, há alguns anos, com um ritmo de inflação baixo, como o nosso, eu acho que, não só no setor de energia, mas como em vários outros, não cabe mais a indexação. [...] Os preços dos produtos, em uma economia como a nossa, de baixa inflação e equilíbrio das contas públicas, têm de refletir os custos reais da economia em um ambiente de competição.”

Altino Ventura
Secretário de Planejamento e Desenvolvimento
Energético do Ministério de Minas e Energia
(*Agência Estado*, 22.mai.2012)

“Uma das ações foi adiantada ontem pelo Ministro da Fazenda, Guido Mantega, que confirmou a pretensão do governo em mudar o indexador dos contratos de venda de energia - corrigidos todos os anos a partir do Índice de Preço ao Consumidor Amplo (IPCA) - no momento em que vencerem as concessões.”

(*Brasil Econômico*, 22.mai.2012)

“Eu acho que a Fazenda está certa quando quer retirar essa relação entre os reajustes das tarifas de energia dos índices econômicos.”

Nelson Hubner
Diretor-Geral da Aneel
(*Valor Econômico*, 03.out.2012)

O raciocínio dos defensores da ‘desindexação’ é baseado na ideia de que os reajustes com base em índices gerais de preços corroboram para a ‘inércia inflacionária’. Para reduzir tal inércia, pretende-se eliminar as cláusulas de reajustes com base nesses índices gerais de inflação. Não há clareza, no entanto, sobre qual seria a forma dessa ‘desindexação’.

Inicialmente se cogitou a possibilidade de substituir os reajustes anuais pela inflação por revisões tarifárias periódicas, alternativa recentemente defendida por um dos diretores da Aneel:

“Decano da diretoria da Agência Nacional de Energia Elétrica (Aneel), Edvaldo Santana voltou a defender a desindexação de contratos de energia da inflação, durante evento no Rio de Janeiro. Segundo ele, a melhor alternativa seria que os reajustes anuais pela inflação, medida pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), fossem substituídos por revisões tarifárias a cada quatro ou cinco anos.”

Para Santana, a mudança pode ser realizada de forma muito simples. “É só a Aneel colocar o contrato sem indexação. Cada um coloca os custos de variação de IPCA, ou qualquer índice com a previsão de quatro ou cinco anos”, afirmou.”

(*O Valor Econômico*, 22.set.2012)

Entretanto, o governo parece ter reconhecido que essa alternativa seria contraproducente, uma vez que tal ação ampliaria demasiadamente a exposição ao risco das empresas. O governo então passou a cogitar a possibilidade de construir um índice de preços específico para o setor elétrico:

O governo deixou de fora, no pacote de redução de preços da energia elétrica, medidas que haviam sido ventiladas nos últimos meses. Uma das mais aguardadas pelo mercado era a desindexação das tarifas, com o fim dos reajustes anuais para os consumidores.

Em março, após reunião da presidente Dilma Rousseff com um conjunto de grandes empresários,

no Palácio do Planalto, o ministro da Fazenda, Guido Mantega, chegou a falar abertamente sobre essa possibilidade.

O assunto não prosperou de imediato porque o Ministério de Minas e Energia demonstrou à equipe econômica que a desindexação poderia comprometer o caixa das empresas e gerar insegurança para novos investimentos. Agora, trabalha-se - embora em fase ainda inicial - na formulação de um índice setorial para servir como indexador apenas para os futuros contratos.

(*O Valor Econômico*, 12.set.2012)

Porém, a alternativa que parece mais provável no momento é a substituição do reajuste de tarifas com base em índices gerais de inflação por reajustes diferenciados para cada componente de custo por meio de subcomponentes dos índices de preços que refletiriam melhor os custos efetivamente incorridos pelas empresas do setor:

“O governo aproveitará a prorrogação das concessões para avançar na desindexação das tarifas de energia elétrica. Até o fim do ano, será definida uma forma de reduzir o peso do IPCA e do IGP-M nos contratos do setor. A principal mudança dirá respeito aos contratos das empresas geradoras com as distribuidoras, que desde 2004 são regidos pelo IPCA. A partir da virada do ano, quando vence um grande lote de contratos de comercialização da energia produzida por usinas já amortizadas, a correção automática pelo IPCA deve ser substituída por uma cesta de índices.

Há um grupo técnico discutindo esse tema e uma alternativa seria a construção de um índice setorial para determinar os reajustes das tarifas. Mas a proposta que se mostra mais adiantada, no momento, é a de esquadrihar a estrutura de custos das usinas e escolher índices distintos para fazer os reajustes. Num exemplo hipotético, o custo da mão de obra teria um sistema de correção por algum índice ligado à variação dos salários; o do cobre, ao preço internacional do metal, e assim por diante.”

(*O Valor Econômico*, 20.set.2012)

As elucubrações do governo sobre o assunto causam ansiedade para o setor. Embora a desindexação da economia proporcione benefícios, as formas pelas quais o governo tem cogitado promover tal desindexação são preocupantes. O fato é que o benefício de uma desindexação dos contratos do setor elétrico para a sociedade seria pequeno, mas os malefícios ocasionados por uma desindexação mal implementada poderiam ser grandes, tanto para as empresas como para os consumidores de energia elétrica.

Esse *White Paper* apresenta uma avaliação do custo-benefício da desindexação dos contratos de longo prazo no setor elétrico na atual conjuntura e aponta iniciativas mais promissoras para reduzir o grau de indexação da economia brasileira.

O texto é composto de seis seções. A primeira seção consiste dessa introdução sobre a problemática a ser analisada. A segunda seção explica a relação entre a indexação e a inflação no Brasil. A terceira seção examina a trajetória das tarifas de energia em relação à da inflação nos últimos anos e coloca em perspectiva mais objetiva sua contribuição para a inflação. A quarta seção avalia os efeitos de uma desindexação dos contratos de longo prazo do setor elétrico e aponta uma abordagem mais promissora para reduzir o grau de indexação na economia no Brasil. A quinta seção contém as conclusões.

2. INDEXAÇÃO E INFLAÇÃO

2.1 POR QUE O GOVERNO BUSCA A DESINDEXAÇÃO?

As citações listadas na seção anterior demonstram que a desindexação da economia voltou à pauta prioritária do governo em 2012. Mas, afinal, por que desindexar a economia? Qual é a motivação dessa repentina cruzada contra a indexação?

A resposta oficial que mais se ouve é a de que a desindexação é necessária para reduzir a “inércia inflacionária”, fenômeno que leva a inflação de amanhã a reproduzir a inflação de ontem, prejudicando os esforços de redução da inflação.

Em termos conceituais, a **indexação** se refere ao ajuste automático de preços de bens, serviços, salários e ativos financeiros com base em índices gerais de preços. A indexação pode ser **formal** (determinada por lei, regulamentação ou cláusulas contratuais) ou **informal**, situação em que se torna uma prática comum, exercida espontaneamente, embora não haja nenhum compromisso formal prevendo tal reajuste.

A indexação tende a propagar e prolongar choques inflacionários na economia, tornando a redução da taxa de inflação mais lenta e custosa. Como coloca o Comitê de Política Monetária (Copom), responsável pela definição de diretrizes para a política monetária na última edição do seu *Relatório de Inflação*:

“O Copom entende que há resistências importantes à queda da inflação no Brasil. Existem mecanismos regulares e quase automáticos de reajuste, de jure e/ou de facto, que contribuem para prolongar, no tempo, pressões inflacionárias observadas no passado. Como indicado pela literatura e pela experiência internacional, mecanismos de indexação de preços, mesmo que informais, reduzem a sensibilidade da inflação às flutuações da demanda. De modo geral, ao conter o processo de desinflação da economia, os mecanismos de indexação contribuem para elevar o ‘ponto de partida’ da taxa de inflação em ciclos de moderação econômica e, assim, potencializam os riscos para o cenário inflacionário prospectivo e elevam os custos da desinflação.”

(Banco Central, 2012c)

Esta discussão não trata de uma questão nova. A indexação já foi tratada no passado e o governo a tem revisitado periodicamente.

Em 2005, por exemplo, o Grupo de Acompanhamento da Conjuntura Econômica da Presidência da República criou um grupo de trabalho para “tratar da questão da desindexação dos contratos públicos e privados, especialmente dos serviços em regime de concessão da economia”.

Apesar do objetivo explícito do grupo de trabalho ser o de promover a desindexação, a sua proposta final não foi no sentido de eliminar a indexação, mas de aprimorar os indexadores utilizados:

“A partir da análise caso a caso da adequação e viabilidade prática, propõe-se que os reajustes das tarifas sejam baseados em índices setoriais de preços, de preferência elaborados por órgão público (o IBGE, por exemplo), descontados de um fator de produtividade específico para cada setor. Enquanto não se disponha de índices setoriais efetiva e comprovadamente representativos e consistentes deverá ser usado, substitutivamente, o IPCA, do qual deverá, igualmente, ser descontado um fator de produtividade.

Ficou claro também que a indexação pelo IGP, hoje praticada, é inadequada pois esse índice: (i), tem se mostrado inadequado devido à sua excessiva volatilidade, reflexo de sua grande sensibilidade às flutuações de preços no atacado, o que acabou por pressionar sobremaneira a inflação; (ii), tem fraca relação com os custos dos diversos setores que têm seus preços a ele indexados. É patente a importância de que o índice utilizado seja menos volátil e mais relacionado com a evolução do poder de compra da população.

(GACE, 2005)

Aliás, os estudos do governo atual parecem trilhar os mesmos caminhos explorados por esse grupo de trabalho sete anos atrás: a criação de um índice setorial “representativo e consis-

tente” ou, na ausência de tal índice, a substituição do indexador vigente por outro “mais relacionado com a evolução do poder de compra da população”.

O que causa estranheza é o ressurgimento do discurso governamental após anos de “esquecimento”. O relatório da GACE (2005) proporciona uma possível explicação:

“Não obstante, entende-se que deve ser avaliado o momento certo de se mudar o indicador, uma vez que será justamente a partir do ano que vem, 2006, que o recuo cíclico dos índices fortemente influenciados pelo câmbio se fará sentir mais efetivamente.”

Diante da tendência de apreciação do real era de se esperar que a indexação com base no IGP-M, índice mais sensível à variação do câmbio, proporcionaria reajustes menores, o que a tornava mais interessante da perspectiva do governo, que desejava minimizar os reajustes durante o seu mandato. De semelhante modo, agora que se passou por uma recente depreciação do real, a desvinculação ao IGP-M torna-se interessante ao governo para evitar o repasse cambial. Ou seja, o empenho do governo para desindexação de contratos atrelados ao IGP-M varia de acordo com as condições conjunturais.

O fato é, no entanto, que a prática da indexação ainda é arraigada na economia brasileira. Essa situação é consequência de políticas promotoras de indexação generalizada do governo em décadas passadas e do convívio prolongado com altas taxas de inflação. Aliás, nos anos que precederam a implantação do Plano Real, a indexação em larga escala fez com que a inércia inflacionária no Brasil fosse muito elevada.

2.2 INDEXAÇÃO NO BRASIL

A indexação sempre foi uma prática comum em contratos de longo prazo, tanto no Brasil quanto no exterior. Além disso, a indexação não somente é uma prática comum, mas também é recomendada em contratos de longo prazo como demonstram os seguintes exemplos:

- o Banco Mundial promove a indexação em contratos de longo prazo para empreendimentos de infraestrutura, reservando seção específica nos contratos padrões promovidos pela instituição para o detalhamento das regras de correção com base em índices gerais de inflação, tais como o ‘*Schedule 6 – Indexation and Adjustments*’ nos contratos de compra de energia, denominados ‘*Power Purchasing Agreements*’, e o ‘*Compensation, Indexation and Adjustment Appendix*’ nos contratos de fornecimento de água e saneamento;¹
- os contratos de fornecimento de energia elétrica no Reino Unido adotam o regime de regulação denominado ‘*RPI-X*’, em que a sigla ‘*RPI*’ se refere ao *Retail Price Index* (índice geral de preços ao consumidor) e o ‘*X*’ se refere ao ‘Fator X’, um componente que é subtraído da tarifa para promover o repasse de ganhos de produtividade ao consumidor;
- os contratos padrões do Ministério de Energia da França para geradores hidrelétricos (‘*Contrat d’achat de l’énergie électrique produite par les installations utilisant l’énergie hydraulique*’) contêm cláusulas de indexação anual para inflação;²
- os contratos de fornecimento de carvão nos Estados Unidos adotam várias modalidades de reajustes de preços, dentre as quais a indexação a índices de preços (Joskow, 1987); e
- os ‘*Treasury Inflation Protected Securities*’ (*Tips*), que são títulos de longo prazo do tesouro dos Estados Unidos indexados ao índice geral de preços ao consumidor (*Consumer Price Index*).

No Brasil a indexação já era praticada no início do século passado: os contratos de concessão, por exemplo, tipicamente continham a ‘cláusula ouro’, segundo a qual a tarifa era atrelada ao

1 Vide no site do Banco Mundial:

<http://ppp.worldbank.org/public-private-partnership/library/power-purchase-agreement-ppa-example-5> e <http://ppp.worldbank.org/public-private-partnership/sites/ppp.worldbank.org/files/documents/waterleaseappendices.pdf> (acesso 01/11/2012).

2 Vide no site http://www.developpement-durable.gouv.fr/IMG/pdf/H07_Conditions_Generales.pdf (acesso 01/11/2012).

preço do ouro, o que consiste em uma forma de indexação.

A indexação formal da economia brasileira de forma mais generalizada, no entanto, teve sua origem no plano de estabilização de 1964, denominado Plano de Ação Econômica do Governo (Paeg). Um dos aspectos centrais do Paeg foi a introdução da **correção monetária**, que representava a atualização do valor nominal “em função das variações do poder aquisitivo da moeda nacional”.

A indexação introduzida por meio da correção monetária tinha como principal intuito viabilizar compromissos de longo prazo em termos reais, permitindo dessa forma a convivência tranquila com a inflação. Roberto Campos explica porque se optou por adotar a correção monetária:

“[...]o longo hábito de inflação tinha alterado fundamentalmente a estrutura patrimonial das empresas. As empresas fugiam desesperadamente do capital de giro sob forma monetária e procuravam imobilizações. O capital de giro derretia com a inflação. Nesse contexto, um programa de contração monetária súbita levaria a uma falência generalizada porque a estrutura patrimonial estava deformada.

[...] precisamente porque não era possível extinguir rapidamente a inflação tínhamos de criar mecanismos temporários de encorajamento à poupança e de formação de um mercado ‘voluntário’ de títulos públicos. Esse [era] o objetivo, provisório e limitado, da correção monetária.”

Roberto Campos
(in Biderman, Cozac e Rego, 1996)

O Paeg introduziu a correção monetária que foi simultaneamente implementada em diversas áreas da economia.

Uma das principais inovações do Paeg foi a criação das **Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN)**, títulos públicos para a captação de recursos de longo prazo (3 a 20 anos de duração), com juros de até 10% sobre o “valor nominal atualizado”. A introdução da ORTN, por meio da Lei 4.357, de 1964, foi chave para o ordenamento monetário do país. Antes de sua criação o governo já não conseguia captar recursos no mercado porque a inflação superava o teto da taxa de juros permitida pela lei da usura³, resultando em retornos reais negativos. Para financiar o seu déficit, o governo era forçado a imprimir papel-moeda para cobrir as suas despesas, agravando ainda mais a inflação.

As ORTNs foram um sucesso: em dois anos a colocação de títulos já assegurava o financiamento não inflacionário de todo o déficit do governo. A emissão de ORTNs foi então perenizada por meio do Decreto-Lei 599, de 1969.

A correção monetária também foi introduzida nos contratos e financiamentos para a aquisição ou construção de imóveis nos termos definidos na Lei 4.380, de 1964; e nos reajustes de aluguéis por meio da Lei 4.494, de 1964, que regulamentava a “locação de prédios urbanos”.

O governo também introduziu mecanismos que permitem a aplicação da indexação no sistema tributário por meio da Lei 4.506, de 1964.

Os reajustes salariais, embora não indexados formalmente, também passaram a ser reajustados com base na inflação. A Lei 4.725, de 1964, determinava que a Justiça do Trabalho promovesse dissídios coletivos com base em “índice resultante da reconstituição do salário real médio da categoria nos últimos vinte e quatro meses” e que nos reajustes seguintes passassem a considerar também o aumento de produtividade.

O setor elétrico também foi contemplado. O Decreto 54.938, de 1964, introduziu a correção monetária e o repasse anual de variações de custos de aquisição de energia elétrica, de combustíveis, de salários e de obrigações contratuais contraídas em moeda estrangeira.

No ano seguinte, a Lei 4.728, de 1965, permitiu a adoção de cláusulas de correção mone-

3 O Decreto 22.626, de 1933, vedava a estipulação “em quaisquer contratos taxas de juros superiores ao dobro da taxa legal” que, por sua vez, era estipulado pelo art. 1.062 do Código Civil (Lei 3.071, de 1916) em 6%.

tária para ativos financeiros. Permitiu-se que debêntures com prazo igual ou superior a um ano efetuassem correção monetária “em períodos não inferiores a três meses, em bases idênticas às aplicáveis às Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional”. Também se permitiu que instituições financeiras oferecessem correção monetária nos depósitos a prazo igual ou superior a um ano.

A indexação foi benéfica nos primeiros anos. Aliás, parte do sucesso do “milagre econômico brasileiro” é atribuído à estabilidade proporcionada pela indexação. McNelis (1986) inicia sua resenha sobre a experiência internacional com a indexação e planos de estabilização afirmando:

“In Brazil, indexing was considered a crucial element in the ‘success story’ of the late 60’s and early 70’s.”

Ao longo do tempo, no entanto, a indexação foi vulgarizada, passando a ser utilizada de forma pouco criteriosa. Gradativamente a indexação transformou-se de benção em maldição. Como coloca Simonsen (1985):

“O cerne da questão é o sistema de indexação formal existente entre nós. Ele foi implementado em 1964 com um objetivo – o de viabilizar os contratos de longo prazo, particularmente no mercado financeiro. Como tal, pretendia ser a exceção, e não a regra. A degenerescência foi a sua universalização, sobretudo após o final de 1979, exatamente quando o cenário internacional criava as piores condições para o funcionamento de uma economia indexada: retração econômica com choques de oferta adversos. O Brasil não quis ou não soube adaptar-se a esse novo cenário, que exigia a exorcização da inflação inercial. Nesse quadro, um instituto muito bem-sucedido entre 1967 e 1973 se transformou num foco de pesadelos inflacionários.”

Não só a indexação se alastrou para todas as atividades da economia mas, à medida que a taxa de inflação foi se elevando, os prazos entre reajustes pelos indexadores foi sendo encurtado. Isso ocorreu com os reajustes salariais que primeiro ocorriam anualmente e depois passaram a ser semestrais e, de forma mais acentuada, com os ativos financeiros que passariam a ser reajustados diariamente. A elevada liquidez dos ativos financeiros indexados acabou transformando esses ativos em uma ‘quase moeda’. Novamente Roberto Campos analisa:

“Na correção monetária, como concebida inicialmente, havia um prazo de carência para os saques. Ela era, portanto, um estímulo à poupança, uma viabilização de contratos de longo prazo, mas não servia de ‘quase moeda’. A correção monetária só se tornou ‘quase moeda’ a partir de 1980, quando foi gradualmente reduzido o prazo de carência, até aplicar-se a correção monetária no *overnight*, dando-lhe uma liquidez imediata, coisa não contemplada na ideia original.”

Roberto Campos
(in Biderman, Cozac e Rego, 1996)

Aos poucos isso transformou a própria função da moeda na economia. Como coloca Holanda Barbosa (1992):

“A aceleração da inflação brasileira na década dos 80 fez com que as três funções básicas da moeda (unidade de conta, meio de pagamento e reserva de valor) deixassem de ser exercidas por um único instrumento. A ORTN e seus sucedâneos tomaram o lugar da moeda como unidade de conta, para uma boa parte dos bens e serviços transacionados na economia; o cruzeiro, o cruzado e o cruzado novo desempenharam a função de meios de pagamentos; e o papel de reserva de valor passou a ser exercido por alguns ativos financeiros que podem ser denominados de moeda indexada”.

Além disso, o governo passou a interferir nos mecanismos de indexação de forma oportunista, como coloca Holanda Barbosa (1992):

“A experiência brasileira com indexação de ativos e passivos financeiros, analisada neste trabalho, mostra, todavia, que embora no início ela tenha permitido uma convivência tranqüila com a inflação, o sistema foi se deteriorando ao longo do tempo. O governo passou a usar os índices e as regras de indexação de maneira discricionária, como um instrumento adicional de política econômica de curto prazo.”

Essa manipulação dos mecanismos de indexação acabou afetando as expectativas dos agentes econômicos, o que agravou ainda mais a inflação.

A consequência de tudo isso foi um alto grau de inércia inflacionária, o que fez com que choques inflacionários deixassem de ser dissipados ao longo do tempo.

2.3 INFLAÇÃO INERCIAL

A teoria econômica geralmente aborda a questão da inflação sob a ótica de oferta e demanda por moeda. Segundo essa ótica, a inflação seria fruto ou da **política fiscal**, isto é, do desequilíbrio orçamentário (despesas superiores às receitas governamentais) ou da **política monetária**, isto é, do desequilíbrio na oferta de moeda (criação de moeda em volume superior ao demandado pela economia).

Em economias em que indexação é generalizada, no entanto, existe um terceiro elemento que explica parte da inflação: a inércia. A **inércia** não origina inflação, mas a propaga de um período ao outro e de um setor a outro.

Lopes (1985) define a inflação inercial da seguinte forma:

“A idéia básica é que num ambiente cronicamente inflacionário, os agentes econômicos desenvolvem um comportamento fortemente defensivo na formação de preços, o qual em condições normais consiste na tentativa de recompor o pico anterior de renda real no momento de cada reajuste periódico de preço. Quando todos os agentes adotam essa estratégia de recomposição periódica dos picos, a taxa de inflação existente no sistema tende a se perpetuar: a tendência inflacionária torna-se igual à inflação passada.”

A indexação faz com que a inflação presente seja função da inflação passada. Numa economia indexada, um choque inflacionário, como uma quebra de safra que provoque uma elevação do preço do milho, por exemplo, faz com que a taxa de inflação seja maior, não apenas hoje, mas também no ano seguinte e no ano subsequente. Assim, a inflação presente retroalimenta a inflação futura. Quanto maior for o grau de indexação maior será a persistência da inflação.

A retroalimentação da inflação provocada pela indexação não só ocorre ao longo do tempo, mas também entre setores da economia. Os índices gerais de preços captam as variações de preços da economia como um todo. Logo, a indexação com base nestes índices gerais propaga choques de preços de um setor a outro, mesmo quando se trata de preços de produtos irrelevantes para o outro setor.

Quanto mais disseminada a indexação entre os diversos bens e serviços na economia e quanto maior a frequência dos reajustes com base em indexadores, maior será a inércia inflacionária.

A indexação faz com que a inflação apresente elevada auto-regressividade. A **auto-regressividade** é uma medida de quanto o valor de uma realização (uma observação) de uma série temporal é explicado pela soma ponderada de seus valores passados.

Em economias em que a inércia é baixa, os choques inflacionários são rapidamente dissipados, pois a retroalimentação é pequena e decrescente no tempo (e/ou entre setores). Em economias com altíssimo grau de indexação, a auto-regressividade pode aproximar-se do valor unitário, situação em que há retroalimentação integral da inflação passada, e choques inflacionários deixam de ser dissipados, passando a ser permanentemente incorporados à taxa da inflação. Econometristas denominam séries com essas características como séries com **raiz unitária**.

Assim, mesmo que não haja nenhuma pressão inflacionária oriunda da política fiscal ou monetária, a inflação permanece no mesmo patamar devido à indexação. E, havendo novos choques inflacionários, a inflação passa a elevar-se à medida que mais e mais choques inflacionários são incorporados permanentemente à taxa de inflação.

Na década de 1980 e início de 1990, a taxa de inflação no Brasil chegou ao ponto de compor-

tar-se como uma série com raiz unitária (ou mesmo maior que um, o que implica uma tendência explosiva), situação em que a inércia inflacionária é tal que choques inflacionários deixam de ser dissipados ao longo do tempo (vide Cati, Garcia e Perron, 1999; e Fava e Alves, 1998).

Quando uma economia chega a essa situação de elevada auto-regressividade, a redução da inflação exclusivamente por meio da política fiscal e monetária contracionista torna-se muito custosa e demorada. O rompimento do processo de retroalimentação inflacionária requer um custoso processo de ajuste que implica recessão econômica. Como explica Simonsen (1985):

“[...] para que a taxa de inflação decline, os reajustes de rendimentos e de preços precisam se desvincular da inflação passada. Em outras palavras, é preciso quebrar a alimentação inflacionária, e nesse ponto é que entra o problema inercial. A razão pela qual o combate à inflação costuma exigir sacrifícios temporários do produto e do emprego é que, por um período de transição, a demanda nominal cai mais depressa que os custos, que continuam impelidos pela realimentação passada.”

A chave para reduzir a inércia inflacionária de forma definitiva é reduzir o grau de indexação na economia. Prossegue Simonsen (1985):

“Nessa ciranda de rendimentos reais forçada pelo sistema de indexação formal, a contenção da demanda nominal pela austeridade monetária e fiscal gera muita recessão com parques dividendos antiinflacionários. Isso não significa que o combate à inflação possa prescindir dessa austeridade. Mas que, para obter resultados anti-inflacionários duradouros e em tempo hábil, é preciso, simultaneamente, romper a inflação inercial, isto é, desatrelar a inflação passada dos reajustes de rendimentos e preços.”

A grande dificuldade é como romper o processo de retroalimentação inflacionária. Como bem coloca Resende (1985):

“[...] nos atuais níveis de inflação, a indexação permanecerá mesmo que venham a ser suprimidos os mecanismos institucionais existentes. A alta taxa de inflação exige a indexação e a indexação impede a redução da inflação.”

Uma das formas propostas era do “choque heterodoxo”, que consistia em um “congelamento de preços e salários” por um período, após o qual os preços e salários seriam gradualmente liberados. Lopes (1985) explica a ideia:

“Se é inevitável combater a inflação, o importante é que o foco das políticas seja deslocado da geração de choques de demanda deflacionária para o desenho de mecanismos que nos permitam quebrar a tendência inercial da inflação.

[...] minha proposta foi um congelamento temporário seguido de uma fase de descompressão com controle de preços, na qual se permitiria uma elevação moderada de preços visando a reajustar a estrutura de preços relativos que tivesse resultado do congelamento.”

Diversos planos de estabilização adotaram essa abordagem, mas falharam. A principal dificuldade com essa abordagem é que os reajustes de preços e salários não são sincronizados, de forma que um congelamento geral em qualquer momento sempre resultará numa relação de preços relativos insustentável, como coloca Resende (1985):

“Como congelar preços numa economia onde a cada momento alguns preços estão à véspera de ser reajustados, portanto muito baixos, e outros acabaram de ser reajustados, portanto muito altos? A cada ponto no tempo a estrutura de preços relativos está distorcida pela assincronia dos reajustes. [...] trata-se de proposta altamente desestabilizadora e politicamente inviável, apesar da sedução popular ou demagógica que o controle de preços possa eventualmente exercer.”

Isso explica grande parte dos fracassos da maioria dos planos de estabilização implementados no Brasil nas décadas de 1980 e 1990. A solução proposta por Resende para resolver esse problema foi introduzir uma segunda unidade monetária, concomitantemente à circulação da moeda corrente. Essa segunda moeda seria uma “moeda indexada diariamente” em que o público confiasse como unidade de conta e de reserva de valor. Estabelecida a credibilidade da nova moeda, os agentes espontaneamente passariam a adotá-la. Como essa moeda seria corrigida diariamente, os preços e rendimentos dispensariam os mecanismos de correção pela

inflação. Assim, os preços relativos tenderiam a convergir para o seu nível de equilíbrio rompendo a “ciranda de elevações de preços e salários”.

Foi essa a ideia central que norteou o Plano Real. Criou-se uma moeda virtual indexada, a Unidade Real de Valor (URV), para promover a sincronização dos reajustes de todos os preços e rendimentos na economia para, em um segundo momento, substituir a moeda corrente, o cruzeiro real, por uma nova moeda desindexada, o Real. O Prof. Affonso Pastore, ex-presidente do Banco Central, explica o processo, mas adverte que, para manter a inflação controlada no longo prazo, é preciso uma política fiscal, monetária e cambial equilibrada. Havendo um:

“[...] processo de indexação acumulado com passividade monetária pode-se fazer exatamente o que foi feito no Plano Real: indexar tudo. Assim eu interpreto a URV. A URV é um processo através do qual separa-se completamente duas funções da moeda: a função de meio de pagamento que continuou sendo o cruzeiro real, e a função de unidade de conta, de indexador, de unidade de referência para contratos, gerada pela URV. Empurram-se todos os contratos para essa unidade, o contrato da mão-de-obra, o câmbio, a gasolina, os preços dos bens, tudo com reajuste diário. Sincroniza-se tudo. Eliminam-se os processos de *staggering*, de defasagem.

Mas esse processo só pode ser usado como uma transição. O segundo estágio é o estágio no qual reunificam-se as funções da moeda. Quando se reunificaram as funções da moeda, criou-se um ativo chamado Real, que ficou sendo a unidade de conta e o meio de pagamento. Quando a unidade de conta deixou de ser o ativo indexado, passou a ser o ativo com valor nominal fixo, e produziu-se a desindexação da economia.

[...]

Como primeiro estágio de saída de uma inflação grande, pode-se usar esse tipo de artifício, que é engenhoso.

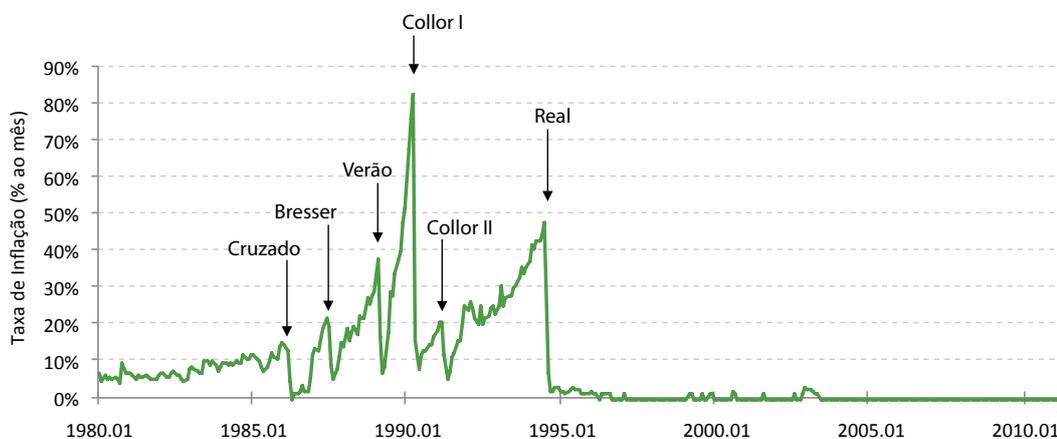
Mas isso é diferente de estabilizar a economia. Agora temos um outro problema, o manejo da política monetária, fiscal e cambial, para manter a estabilidade. Não é mais Plano Real, é política econômica clássica. A inércia pode ser remontada no processo. Não tenha dúvida.”

Affonso Pastore

(in Biderman, Cozac e Rego, 1996)

O Plano Real foi bem sucedido na eliminação da ‘inflação inercial’, no sentido mais restrito do termo, que se refere à tendência de perpetuar a inflação passada. O grande mérito do Plano foi a convergência dos preços relativos em termos reais para níveis de equilíbrio de longo prazo, o que tornou desnecessária a realização de reajustes de preços posteriores à adoção da nova moeda para readequação dos preços relativos.

Figura 1: Inflação e os Planos de Estabilização



Embora o Plano Real não tenha extinto a indexação, ele reduziu substancialmente o grau de indexação e alongou a periodicidade dos reajustes ao proibir reajustes com prazo inferior a 12 meses (artigo 11 da Lei 8.880, de 1994; e artigos 27 e 28 da Lei 9.069, de 1995). Essa medida

foi importante para reduzir a velocidade de retroalimentação inflacionária. O fato é que após a implementação do Plano Real os choques de preços voltaram a dissipar-se ao longo do tempo.

Figueiredo e Marques (2009) examinam a inflação brasileira no período pós-Real utilizando testes e modelos estatísticos semelhantes aos empregados por Cati, Garcia e Perron (1999) e por Fava e Alves (1998) para examinar a natureza da inflação no período após o Plano Real. Sua análise comprova que o Plano Real foi bem sucedido na redução da auto-regressividade para patamares inferiores ao valor unitário.

Figueiredo e Marques (2009) constatam que ainda persiste um resquício de inércia inflacionária na economia brasileira no período após o Plano Real, mas destacam que há uma relação entre o nível e a volatilidade da inflação, de forma que quanto mais tempo a inflação for mantida sob controle, menor tenderá a ser a sua volatilidade e, conseqüentemente, menor tenderá a ser o nível da inflação futura:

“Apesar do caráter de irreversibilidade do processo ter deixado de existir após o Plano Real, um resíduo da inércia inflacionária (memória) ainda persiste na economia brasileira. Com relação à mútua influência da inflação e da volatilidade, pode-se presumir que, mantida sob controle, uma baixa taxa de inflação deverá acarretar uma volatilidade menor no futuro, refletindo um ambiente de menor incerteza para os agentes econômicos, favorecendo as perspectivas de longo prazo e a consolidação da estabilização.”.

Em outras palavras, se o governo continuar perseguindo de forma permanente o centro da meta inflacionária, a manutenção da inflação em patamares mais baixos deve tornar-se mais fácil ao longo do tempo.

2.4 INDEXAÇÃO, RIGIDEZ DE PREÇOS E POLÍTICA MONETÁRIA

Embora ainda se constate inércia na inflação brasileira, é preciso examinar criteriosamente os custos e benefícios de se ‘desindexar’ ainda mais a economia. A indexação generalizada na economia brasileira foi um grave problema para o controle inflacionário no passado, mas isso não significa que a indexação seja um mal que deva ser eliminado a qualquer custo.

Hoje já não se constata o problema de inflação inercial associado à elevada auto-regressividade (presença de raiz unitária) que prevalecia antes do Plano Real. Portanto, a desindexação já não é central para o controle da inflação. O problema da indexação hoje está relacionado ao tempo de resposta requerido para dissipar choques inflacionários.

A indexação faz com que o ajuste de preços relativos, em termos reais, seja mais suave no tempo. Em outras palavras, a indexação faz com que haja maior ‘rigidez de preços’. Isso, por sua vez, faz com que o ajuste automático de preços na economia de mercado seja mais lento, alongando o tempo requerido para se alcançar os preços de equilíbrio. Assim, quando o Banco Central adota uma política monetária contracionista (com a elevação da taxa de juros para conter a elevação da taxa de inflação), a indexação faz com que a medida leve mais tempo para surtir efeito. Pode-se dizer, portanto, que o principal benefício de maior desindexação hoje seria a elevação da eficácia da política monetária.

No entanto, antes de se adotar medidas drásticas para reduzir o grau de indexação na economia, é importante refletir sobre algumas questões que serão tratadas a seguir.

2.4.1 RIGIDEZ DE PREÇOS (INÉRCIA)

A inércia inflacionária não é uma anomalia da economia brasileira. Algum grau de inércia é normal e está presente em todas as economias. Como ressalta Pastore:

“Auto-regressividade positiva é inércia. A taxa de inflação do Brasil tem auto-regressividade positiva, a taxa de inflação nos Estados Unidos, no Japão, na Inglaterra e na Alemanha têm auto-regressividade positiva. Se você olhar as funções de autocorrelação em qualquer um desses países, vai achar em todos eles um movimento de baixa frequência, ou seja, todos têm uma enorme inércia.

[...]

Os inercialistas dizem: 'A inércia é produzida pela indexação'. De fato, a inércia é produzida pela rigidez de preços. Qualquer mecanismo que introduza rigidez de preços produz inércia. Todos os países têm rigidez de preços."

Affonso Pastore

(in Biderman, Cozac e Rego, 1996)

A inércia não advém apenas da indexação. A literatura aponta vários fatores que dão origem à rigidez de preços, tais como: 'expectativas adaptativas', pelo qual o comportamento dos agentes é definido em função de sua experiência passada, e de 'custos de *menu*', o custo de se recalcular e reajustar preços, que faz com que os agentes reduzam a frequência de reajuste de preços. Existe uma vasta literatura que examina formas pelas quais a rigidez de preços é introduzida na economia e seus impactos. Modelos que examinam essa questão são referidas como 'modelos neokeynesianos'.

Cogley e Sbordone (2008), por exemplo, argumentam que a rigidez de preços pode surgir mesmo numa economia em que os preços são definidos considerando somente as condições futuras. Eles demonstram utilizando valores gerados por um modelo prospectivo ('*forward looking model*') que a interação entre a 'tendência inflacionária' ('*trend inflation*'), determinada pela meta inflacionária de longo prazo, e o 'deslocamento inflacionário' ('*drift inflation*'), resultante de alterações na meta de inflação de longo prazo, produzem defasagens no comportamento da inflação semelhante às decorrentes da indexação. Portanto, não se pode atribuir a inércia inflacionária necessariamente à indexação.

Embora a rigidez de preços ocasionada pela indexação tenda a elevar o custo de políticas anti-inflacionárias requeridas para abaixar a inflação num determinado horizonte de tempo, ela não é causa da inflação. A indexação é neutra no sentido de que ela refreia tanto a redução da inflação quando são adotadas políticas fiscal ou monetária contracionistas, quanto também refreia a alta da inflação quando a economia sofre choques inflacionários.

O Comitê de Política Monetária (Copom) reconhece esse efeito simétrico da indexação sobre a inflação, como pode ser constatado em seu Relatório de Inflação de março de 2012:

"No acumulado em doze meses até fevereiro, as dinâmicas do IPA-DI e o do IGP-DI também têm se mostrado favoráveis, com variações bem abaixo da meta para a inflação. Isso tende a arrefecer pressões de preços ao consumidor em prazos curtos e médios, haja vista a prática de indexação de alguns desses preços à variação dos índices gerais."

(Banco Central, 2012a, p. 86)

Portanto, desde que a auto-regressividade seja menor que o valor unitário, a indexação não afeta o nível de inflação. A inflação apenas impacta a velocidade de propagação de variações de preços na economia ao longo do tempo.

A inércia inflacionária no Brasil já não apresenta os níveis alarmantes do passado. Segundo o Copom, as 'defasagens na transmissão da política monetária' da economia brasileira são compatíveis com as de países maduros:

"o efeito máximo de uma variação na taxa de juros sobre a inflação ocorre em cerca de dois anos, prazo semelhante ao observado em economias maduras",

(Banco Central, 2012a, p. 99)

o que sugere que a inércia inflacionária no Brasil não é um problema grave atualmente. Segundo o Copom (Banco Central, 2012a, p. 96), a inércia foi responsável por apenas 0,78 ponto percentual dos 6,5% medidos pelo IPCA em 2011. Isso equivale a 12% da inflação anual. No ano anterior, a inércia colaborou para a redução da inflação: -0,09 ponto percentual (-1,6%). Portanto, não se pode dizer que a indexação seja um problema grave para o controle da inflação no Brasil atualmente.

Um depoimento recente do Presidente do Banco Central, Alexandre Tombini, no Congresso Nacional, revela que ele compartilha desse diagnóstico segundo o qual a desindexação não é essencial para o controle inflacionário na atual conjuntura:

“Tombini procurou deixar claro que a política de combate à inflação exercida pela autoridade monetária não é a mesma que busca evitar a indexação da economia doméstica. Além disso, ele comentou que se a economia brasileira fosse menos indexada, a tarefa do Banco Central de enfrentar a alta dos preços seria menos árdua. ‘Talvez com um pouco menos de indexação fosse mais fácil’, disse durante audiência pública no Congresso.

O presidente do BC afirmou também que o Brasil possui um arcabouço institucional que vem de longa data e que conta com indexações como de aluguéis e de outros preços. ‘Espero que não se confunda isso com uma agenda estrutural de médio prazo para reduzir indexação. Já foi feito isso no passado, mas não deve ser confundida com o combate à inflação, ainda que o progresso seja paralelo’, enfatizou.”

(*Agência Estado*, 05/mai/2011)

Como reportado acima, o Presidente do Banco Central acredita que uma redução do grau de indexação pode tornar o controle da inflação mais fácil, mas deixa claro que esse já não é mais um aspecto central para o combate da inflação.

2.4.2 BENEFÍCIOS DA INDEXAÇÃO

A atual aversão à indexação em diversos países do mundo, constata McNelis (1986), advém da experiência negativa em décadas recentes. A indexação faz com que os efeitos de choques de preços externos sejam propagados e prolongados na economia doméstica. O mundo sofreu grandes choques de preços nas últimas décadas: os choques de oferta de petróleo, alterações de regimes cambiais, e grandes oscilações no fluxo de comércio e de capitais decorrentes da liberalização do comércio e do mercado de capitais. Em função disso, muitos países se tornaram refratários à indexação. Mas o fato é que a indexação criteriosa pode beneficiar a sociedade.

A indexação possibilita firmar compromissos firmes de longo prazo, sem abrir mão da flexibilidade necessária para lidar com as condições mutantes do mercado. Um trabalho seminal de Joskow (1987) sobre contratação de longo prazo destaca porque cláusulas de ajuste de preços automáticos – como a indexação – são desejáveis para:

- evitar problemas de oportunismo, expropriação ou regateio, que frequentemente surgem quando são realizados investimentos específicos para atender a demanda de um determinado cliente;
- minimizar os incentivos para rompimento do contrato;
- proporcionar a flexibilidade necessária para ensejar a adaptação eficiente às novas condições de mercado; e
- evitar que o regulador venha a barrar o repasse de custos de suprimento sob a alegação de que tais repasses representariam investimentos imprudentes.

Em sua resenha da literatura especializada sobre o assunto, McNellis (1986) aponta que há um nível ótimo de indexação na economia. Uma indexação criteriosa é desejável e benéfica, contribuindo, inclusive, para a estabilização da economia. Economistas proeminentes – como Irvine Fisher, Milton Friedman e Herbert Giersch – recomendam a indexação como uma forma de promover a estabilidade da macroeconomia.

Fisher (1922) observava que a variação na taxa de juros tendia a ser inferior ao da variação de preços, resultando em redução da taxa de juros real nos períodos de bonança e elevação nos períodos de recessão, o que tem o efeito de ampliar o ciclo econômico. A adoção de empréstimos indexados evitaria essa variação pró-cíclica da taxa de juros real, contribuindo para a estabilização da oferta de crédito ao longo do ciclo econômico.

Algumas décadas depois Friedman e Giersch prescreviam a indexação como forma de estabilizar a economia. A premissa é que a inércia contribui para a estabilidade, suavizando as alterações de preços ao longo do ciclo econômico. Além disso, a indexação permite eliminar um elemento especulativo da tomada de decisões de longo prazo, o que contribui indiretamente para a estabilização dos preços à medida que reduz o papel das expectativas na determinação dos preços (Giersch, 1974).

Mais recentemente, técnicos do Fundo Monetário Internacional (FMI) tem recomendado a emissão de títulos públicos indexados à taxa de inflação. Segundo Price (1997) não há evidências de que a emissão de títulos indexados contribua para elevação da taxa de inflação:

“[...] a literatura econômica sugere que não há necessariamente uma conexão entre títulos indexados (ou indexação em geral) e inflação. O surgimento da inflação depende de outras circunstâncias e políticas que independem da indexação. Os governos que realizaram emissões de títulos indexados recentemente destacam que tal emissão pode aprimorar a credibilidade ao neutralizar os ganhos do imposto inflacionário.”⁴

O **imposto inflacionário** refere-se ao ganho de senhoriação que o governo auferir ao emitir moeda. Quando o governo emite títulos indexados à taxa de inflação, a sua dívida aumenta com a inflação, contrapondo-se aos ganhos do imposto inflacionário. Assim, a emissão de títulos indexados à taxa de inflação proporciona incentivos para o governo conter a inflação.

Adicionalmente, a indexação possibilita a oferta de títulos com prazos maiores, o que aumenta a eficácia da política monetária. Quando a dívida toma a forma de títulos com prazos muito curtos – ou, no limite, de títulos pós-fixados – a política monetária perde eficácia, pois o efeito contracionista da elevação da taxa de juros é compensado pelo aumento de renda auferida dos juros mais altos pagos aos proprietários dos títulos.

Nos títulos indexados à inflação, a taxa de juros real é pré-fixada, o que faz com que os detentores dos títulos sofram perdas quando se eleva a taxa de juros real (‘efeito riqueza negativo’) e ganhos quando se reduz a taxa de juros. Isso torna a política monetária mais eficiente (Bevilacqua e Garcia, 1999). Garcia explica o fenômeno:

“Como o objetivo da atual política monetária é a inflação baixa, o ‘esquema de incentivos’ dos títulos indexados à inflação é perfeito. Quando o governo não consegue cumprir com o que prometeu, ele é punido com um custo mais alto de sua dívida. Quando ele cumpre o que prometeu (inflação baixa), ele é recompensado com um custo mais baixo de sua dívida.

[...]

Mas o que ocorre com as LFTs [*títulos indexados à taxa Selic*]? Suponha que haja uma explosão da demanda agregada. O correto nesse caso é o BC elevar os juros (a taxa Selic). Mas aí o BC geraria um choque fiscal negativo, o que seria ainda mais grave se o excesso de demanda tivesse sido causado originariamente por uma política fiscal menos austera. Então estaria sendo gerado um incentivo perverso, pois o BC teria um custo adicional por fazer a política monetária correta, possivelmente levando-o a ser leniente com choques inflacionários.”

Recentemente, o Ministério da Fazenda, em outra medida visando à ‘desindexação’, iniciou esforços para reduzir a participação dos títulos públicos indexados à taxa Selic (as Letras Financeiras do Tesouro - LFT), por meio do aumento da oferta de títulos indexados aos índices de preços (as Notas do Tesouro Nacional, série B - NTN-B); assim como de títulos pré-fixados (Letras do Tesouro Nacional - LTN - e Notas do Tesouro Nacional, série F - NTN-F).

Tal iniciativa demonstra que o próprio governo reconhece os benefícios da indexação aos índices de preços. O importante é discernir quais são as situações em que a indexação é desejável e quais são os indexadores mais adequados.

A substituição de títulos públicos indexados à Selic é uma das únicas iniciativas de desin-

4 Tradução livre de: “[...] the academic literature suggests no necessary connection between indexed bonds (or indexation in general) and inflation. The emergence of inflation depends on other circumstances and policies that are independent of indexation. Recent government issuers of indexed bonds in fact point to credibility enhancements that may result from issuing indexed bonds, by neutralizing the inflation tax.”

dexação promovidas pelo Ministério da Fazenda que o Presidente do Banco Central tem apoiado publicamente:

“Tombini disse que apoia o que chamou de ‘esforço declarado’ do ministério da Fazenda, gestor da dívida via Tesouro Nacional, de diminuir a indexação dos títulos públicos à Selic. Segundo ele, a vinculação atrapalha a política de juros do BC contra a inflação.

‘Eu e o ministro Mantega temos conversado sobre esse assunto para aproveitar o período à frente para ter essa indexação à Selic reduzida’, afirmou o banqueiro. ‘É uma boa ideia que de certa forma já está sendo perseguida e vamos continuar.’

[...]

Ao subir a Selic contra a inflação, o BC tenta desestimular as operações interbancárias, tornando-as mais caras. Com isso, busca reduzir a quantidade de dinheiro em circulação na economia.

Segundo Tombini, a indexação da dívida à Selic atua na contramão - ou, nas palavras dele, ‘tira potência da política monetária’.

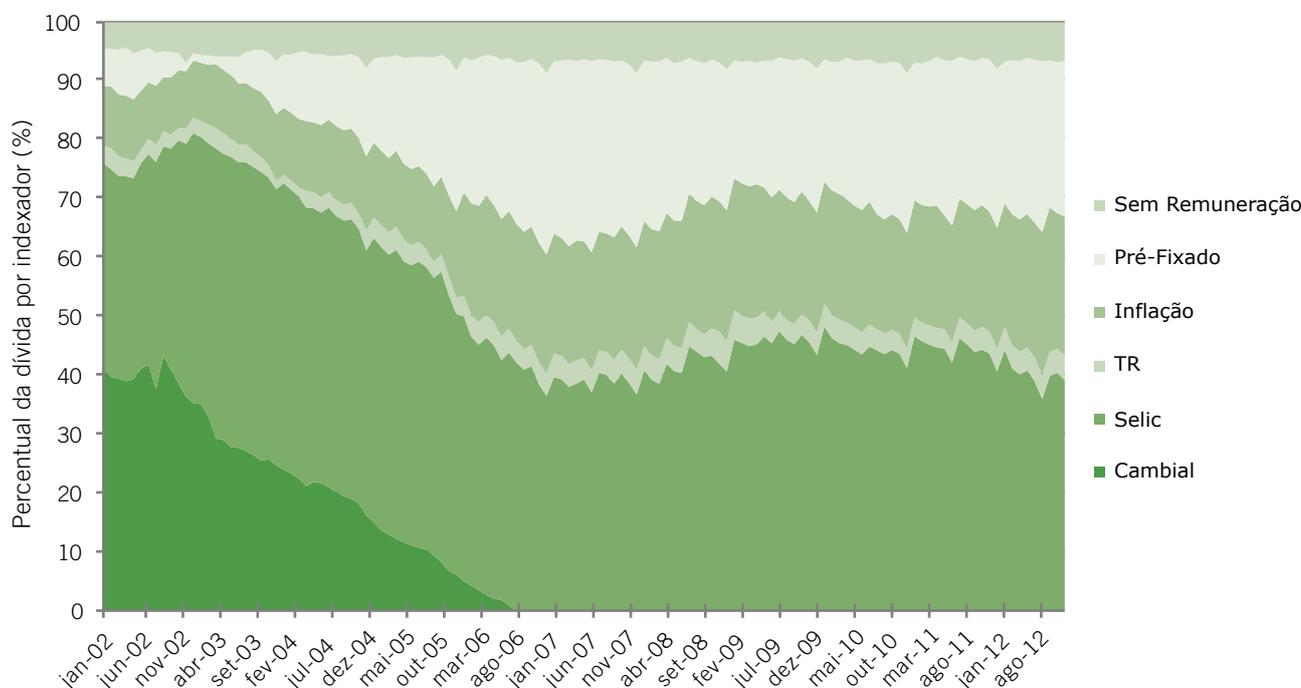
Um banco com título ligado à Selic pode até ter dificuldade para captar recursos no mercado interbancário, em caso de alta da Selic. Mas, ao mesmo tempo, ganha na outra ponta, com um papel valorizado em mãos.

Não se atinge, assim, o que Tombini chamou de ‘efeito riqueza negativo’, uma espécie de sensação geral de empobrecimento que faz o preço do próprio dinheiro aumentar e, portanto, leva a uma queda de circulação de moeda na praça.”

(Carta Maior, 27.set.2011)

Note-se que a preocupação de Tombini está menos ligada à indexação em si, e mais à escolha do indexador para determinados fins. A sua preocupação não é a inércia: o que ele busca é aprimorar a eficiência da política monetária.

Figura 2: Composição da dívida líquida do setor público



Fonte: Banco Central. Elaboração: Instituto Acende Brasil.

Atualmente cerca de 40% da dívida líquida é composta de títulos indexados à taxa de juros de curto prazo, a taxa Selic. A substituição gradual de tais títulos por títulos indexados à inflação (aos índices de preços) e por títulos pré-fixados visa a elevar a eficiência da política monetária.

3. TARIFAS DE ENERGIA E INFLAÇÃO

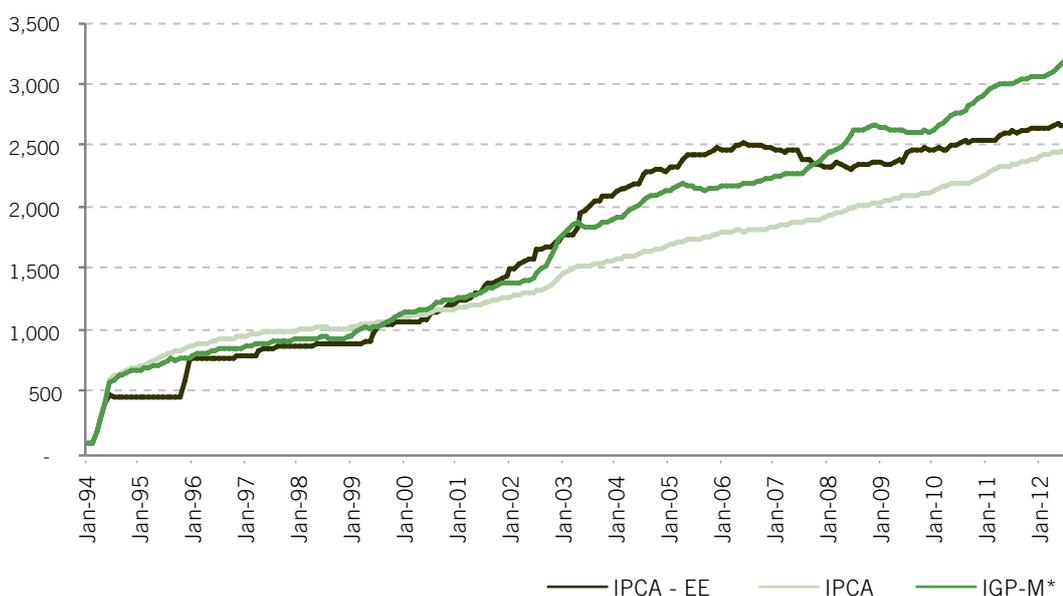
3.1 EVOLUÇÃO DA TARIFA DE ENERGIA ELÉTRICA

3.1.1 A TARIFA RESIDENCIAL DE ENERGIA ELÉTRICA E OS ÍNDICES DE INFLAÇÃO

Frequentemente se ouve que as tarifas de energia elétrica têm subido muito mais que a inflação. Uma análise das séries históricas revela, no entanto, que a elevação da tarifa residencial de energia elétrica tem sido semelhante à dos demais preços na economia. Comparando-se a evolução da tarifa de energia elétrica aos índices gerais de preços, verifica-se que sua evolução é compatível com a dos índices gerais de preços.

O Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) apurado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) contém um subcomponente que traça a evolução do custo da energia elétrica para os consumidores residenciais. Comparando-se esse subcomponente 'Energia Elétrica' do IPCA com a inflação geral, medida tanto pelo IPCA como também pelo Índice Geral de Preços do Mercado (IGP-M) apurado pela Fundação Getúlio Vargas, verifica-se que a evolução das tarifas de energia elétrica tem sido compatível com a dos outros bens e serviços na economia.

Figura 3: Evolução da tarifa de energia elétrica e da inflação IPCA e IGP-M (jan/1994 = 100)



* Nota: Os valores reportados pela FGV para jul/94 e ago/94 foram do IGP-2.

Fonte: IBGE e FGV. Elaboração: Instituto Acende Brasil.

A evolução dos preços apresentou comportamentos diferenciados em diversos períodos. No primeiro período, de 1994 a 2000, a variação das tarifas de energia foi inferior ao IPCA e ao IGP-M. No segundo período, de 2001 a 2005, as tarifas de energia foram fortemente afetadas pela desvalorização cambial e pela elevação do preço do petróleo, o que fez com que as tarifas de energia subissem mais que ambos os índices de inflação.

No terceiro período, de 2006 a 2008, o IPCA e o IGP-M apresentaram elevação enquanto as tarifas de energia caíram em termos nominais. A queda decorreu primordialmente do Segundo Ciclo de Revisões Tarifárias e do 'realinhamento tarifário' (correção de uma distorção que levava os consumidores residenciais a pagarem mais pela energia do que os consumidores industriais).

No quarto período, de 2009 aos dias atuais, a tarifa subiu a uma taxa inferior à do IPCA e do IGP-M, fruto, entre outros fatores, da valorização do câmbio e do repasse de ganhos de produtividade por meio do Fator X.⁵

No período como um todo, verifica-se que a evolução da tarifa de energia foi um pouco superior ao do IPCA e inferior ao do IGP-M, índice oficial previsto nos contratos de concessão das distribuidoras para fins dos reajustes anuais.

3.1.2 ÍNDICE SETORIAL *VIS-À-VIS* DETERMINANTES DE CUSTOS DO SETOR ELÉTRICO

A dinâmica de custos do setor elétrico é impactada por uma série de fatores, cuja composição pode variar muito de empresa a empresa. Os custos de mão-de-obra são determinados pela dinâmica local do mercado de trabalho; os custos dos materiais são muito dependentes dos preços de diversos insumos, principalmente de commodities metálicas internacionais como o cobre e o alumínio; termelétricas incorrem em custos com combustíveis que, pelas práticas de precificação da Petrobras, geralmente são aderentes ao preço internacional do petróleo; e os financiamentos são regidos por diversos fatores.

Parte dos financiamentos advém do exterior e, portanto, são sensíveis à taxa de câmbio. Os financiamentos domésticos geralmente são atrelados à taxa de Depósitos Interbancários (DI), à taxa de inflação ou à Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP).

Há ainda situações especiais, como a usina binacional de Itaipu, cujos financiamentos e cuja tarifa são estabelecidos em dólar.

As diferenças nas estruturas de custos entre empresas de energia implica que um índice que seja aderente aos custos de uma empresa necessariamente destoarà dos de outra empresa. Essa variedade de determinantes de custos inviabiliza a criação de um único índice setorial que reflita adequadamente o comportamento dos custos de todos os agentes do setor.

Não somente há diferenças substanciais na composição de custos entre empresas, mas a composição de custos das empresas também muda significativamente ao longo do tempo, o que significa que haveria a necessidade de se readequar o índice periodicamente. A teórica vantagem de um índice mais aderente aos custos pode ser facilmente anulada pelo risco de se criar um índice que já nasce sem credibilidade.

A busca de um indexador mais preciso e detalhado vai contra a lógica do que se espera num ambiente de inflação controlada. Joskow (1987) argumenta que o investimento em indexadores mais precisos e detalhados é proporcional ao nível de inflação:

“[...] à medida que a inflação torna-se mais importante, o preço base é dividido em componentes menores e mais detalhados e mais subíndices passam a ser utilizados nos reajustes de materiais e insumos e a probabilidade da categoria ‘outros’ ser totalmente indexada, em vez de parcialmente indexada, aumenta.”⁶

Não faz sentido investir na construção e manutenção de indexadores mais detalhados e específicos se a perspectiva futura é de estabilização da taxa de inflação em níveis mais baixos.

3.2 A DINÂMICA DE CADA COMPONENTE DA TARIFA

A Figura 4 apresenta a composição da tarifa de energia elétrica nos três Ciclos de Revisão Tarifária Periódica promovidos pela agência reguladora do setor, a Aneel. O Primeiro Ciclo de Revisões ocorreu entre 2003 e 2006, o Segundo Ciclo entre 2007 e 2012 e o Terceiro Ciclo iniciou-se em 2011 e terminará em 2014.

5 Para ler mais sobre o regime regulatório leia: Instituto Acende Brasil (2007). Cadernos de Política Tarifária #1: Análise do Processo de revisão Tarifária e da Regulação por Incentivos. Disponível em www.acendebrazil.com.br > Estudos.

6 Tradução livre de: “[...] it appears that as inflation became more important, base prices have been broken down into finer and finer components, more sub-indexes have been incorporated in the adjustments to the M&S [materials and supplies] component and the “other” category is much more likely to be fully rather than partially indexed.”

Figura 4: Evolução dos componentes da tarifa



* Nota: Inclui apenas os tributos e encargos cobrados das distribuidoras

Fonte: Abradee (2012).

Examinando-se a evolução dos diversos componentes da tarifa de energia elétrica ao longo destes três Ciclos de Revisão Tarifária verifica-se que a elevação da tarifa de energia elétrica é explicada primordialmente pela elevação de tributos e encargos. No Primeiro Ciclo os tributos e encargos cobrados no último elo da cadeia, a distribuição ⁷, respondiam por 32% da tarifa. Já no Segundo Ciclo a sua participação havia subido para 34% e no Terceiro Ciclo a sua participação já atinge 39%.

A parcela relativa aos custos de distribuição apresentou queda de participação ao longo de todo o período. No Primeiro Ciclo de Revisão Tarifária a distribuição respondia por 25% da tarifa. No Segundo Ciclo essa parcela caiu para 23% e, no Terceiro Ciclo, que ainda não se encerrou, a parcela da distribuição representa apenas 18% da tarifa.

A parcela relativa aos custos de geração e transmissão de energia elétrica se manteve estável, de 42% a 43% ao longo de todo o período, o que é surpreendente dada a necessidade de se recorrer a fontes de geração cada vez mais custosas e distantes dos centros de carga para atender ao crescimento do consumo de energia elétrica.⁸

Isto visto, é importante entender como cada um dos componentes tarifários é definido, pois eles revelam o papel da indexação na evolução de longo prazo dos preços e tarifas do setor:

- 1) Os tributos e encargos são disciplinados por meio de leis e regulamentos estipulados pelo Legislativo e pelo Executivo.
- 2) As tarifas de distribuição são reguladas no regime de preço-teto. Neste regime a tarifa que assegura o Equilíbrio Econômico-Financeiro é definida pela Aneel nas Revisões Tarifárias Periódicas que ocorrem, tipicamente, a cada quatro anos. Nos anos intermediários entre cada Revisão, as tarifas são reajustadas buscando:
 - repassar parte dos custos não gerenciáveis pela distribuidora (parcela dos custos relacionados à geração, transmissão, tributos e encargos); e
 - corrigir a parcela da tarifa relativa à distribuição pela inflação medida pelo IGP-M, subtraída

⁷ Um estudo da PricewaterhouseCoopers e Instituto Acende Brasil de 2010 indica que os tributos e encargos cobrados ao longo de toda a cadeia de produção do setor elétrico já atinge 45%. Para maiores informações sobre o estudo veja o *White Paper 2 – Tributos e Encargos na Conta de Luz: Pela Transparência e Eficiência*, disponível em www.acendebrazil.com.br > Estudos.

⁸ Reconhece-se, no entanto, que a tendência esperada de elevação dos custos no longo prazo, decorrente da necessidade de se recorrer a recursos energéticos cada vez menos vantajosos, pode vir a ser compensada por inovações tecnológicas ou pela descoberta de recursos previamente desconhecidos.

do 'Fator X', índice que visa a repassar para o consumidor os ganhos de produtividade impostos pela Aneel à distribuidora.⁹

Note-se que, apesar de a parcela da distribuição ser indexada, essa parcela da tarifa tem caído sistematicamente ao longo do tempo.

3) A parcela relativa à geração e transmissão é determinada essencialmente pela contratação de longo prazo realizada por meio de leilões promovidos pelo Governo Federal.¹⁰

A indexação também desempenha um papel fundamental nessa parcela da tarifa, pois nos leilões é determinado o valor real da tarifa que vigorará para aquele empreendimento por prazos de 15 a 30 anos. A fixação de tarifas por prazos tão longos seria simplesmente inviável sem a indexação, pois o prêmio de risco que seria requerido pelos competidores no leilão para lidar com uma inflação acumulada ao longo de 30 anos elevaria os custos e a diversidade de expectativas quanto à inflação futura distorceria o processo decisório.

Esse sistema de coordenação do suprimento de energia por meio de contratos de longo prazo, estabelecidos por meio de leilão, é peça crucial no planejamento da expansão do setor. Esse sistema possibilita uma concorrência entre diferentes empreendimentos de geração levando em conta todos os custos envolvidos ao longo do 'ciclo de vida' dos respectivos empreendimentos.

Se a concorrência fosse feita considerando períodos menores a concorrência tenderia a ser distorcida, pois a distribuição temporal de despesas dos diversos empreendimentos é muito diferente. E se as decisões fossem tomadas levando em conta horizontes menores, os projetos que apresentam uma parcela maior de custos concentrada nos primeiros anos seriam preteridas por projetos que requerem investimentos menores, apesar de apresentarem um custo total maior, pois parte dos custos operacionais futuros seriam desconsiderados.

Mesmo que o prazo dos compromissos não fosse reduzido, os riscos inflacionários teriam que ser internalizados pelos agentes do setor, o que elevaria os custos, seja em decorrência do prêmio de risco maior, seja em decorrência de distorções no planejamento provocadas por perspectivas divergentes dos agentes quanto à inflação futura.

Além disso, ao se firmar contratos de longo prazo denominados em termos nominais, torna-se mais frequente a necessidade de revisão e o risco de rompimento de contratos, o que teria efeito semelhante ao do encurtamento do prazo dos contratos.

Pode-se concluir, portanto, que a eliminação da indexação no setor elétrico certamente prejudicaria o planejamento do setor e teria consequências muito custosas para a sociedade.

9 Para ler mais sobre o regime regulatório em vigor no Brasil veja o *White Paper 3 – Tarifas de Energia e os Benefícios da Regulação por Incentivos*, disponível em www.acendebrasil.com.br > Estudos.

10 Para saber mais sobre o sistema de leilões no setor elétrico brasileiro leia o *White Paper 7 do Instituto Acende Brasil "Leilões no Setor Elétrico: Análises e Recomendações"*, disponível em www.acendebrasil.com.br > Estudos.

4. DESINDEXAÇÃO DE CONTRATOS DE LONGO PRAZO

4.1 ESTRATÉGIA EQUIVOCADA

Uma varredura das manifestações de autoridades do governo sobre ‘desindexação’ na imprensa no último ano indica que o principal alvo da desindexação é a retirada ou modificação da indexação nos contratos de concessão e nos contratos de compra e venda de energia elétrica.

Essa constatação demonstra uma falta de discernimento do governo quanto ao custo-benefício da ‘desindexação’, pois os contratos do setor elétrico respondem por uma parcela muito pequena do universo de preços formal ou informalmente indexados.

A principal causa da rigidez de preços no Brasil não é a indexação dos contratos do setor elétrico. Estes últimos representam um percentual muito baixo dos índices gerais de preços. Na apuração da inflação, o IBGE adota uma ‘estrutura de ponderação’ para cada bem e serviço com base na Pesquisa de Orçamentos Familiares (POF).

Em janeiro de 2012, essa estrutura foi atualizada com base na POF 2008-9 (vide IBGE, 2012) e o peso atual da energia elétrica no IPCA resultou em apenas 3,53%. Dito de outra forma, se a tarifa de energia elétrica aumentasse em 10%, o impacto sobre o IPCA seria de apenas 0,353%. Tal constatação demonstra que a ênfase dada pelas autoridades governamentais à questão da indexação dos contratos do setor elétrico é desproporcional ao seu impacto efetivo sobre a inflação.

Tabela 1: Estrutura de ponderação do IPCA (jan/2012)

CÓDIGO	DESCRIÇÃO	PONDERAÇÃO
000000	Índice Geral	100,0000
1000000	Alimentação e bebidas	22,0946
2000000	Habitação	14,2522
2100000	Encargos e manutenção	9,5513
2101000	Aluguel e taxas	6,4058
2103000	Reparos	2,2813
2104000	Artigos de limpeza	0,8643
2201000	Combustíveis (domésticos)	1,1735
220200	Energia elétrica residencial	3,5274
3000000	Artigos de residência	5,4097
4000000	Vestuário	6,2122
5000000	Transportes	21,9749
5101000	Transporte público	4,5425
5102000	Veículo próprio	12,0007
5104000	Combustíveis (veículos)	5,4316
6000000	Saúde e cuidados pessoais	11,0558
7000000	Despesas pessoais	9,2191
8000000	Educação	4,2163
9000000	Comunicação	5,5652

Fonte: IBGE (2011).

O fato é que atualmente a maior parte da pressão inflacionária não advém da inércia relacionada aos contratos do setor elétrico, nem mesmo dos demais ‘preços administrados’. Os **preços administrados**, também denominados ‘preços monitorados’, são preços regulados ou sob algum controle governamental. Após a grande desvalorização do câmbio, principalmente no período entre 2002 e 2003, os preços administrados sofreram altas superiores ao de outros segmentos, o que colocou a categoria sob os holofotes.

Nos últimos anos, aliás, a elevação dos preços administrados têm sido inferior à média e tem contribuído para segurar a alta da inflação, como destaca um recente estudo do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea, 2011):

“Nos últimos quatro anos as taxas de variação dos preços monitorados têm em geral se mantido abaixo do centro da meta e auxiliado a segurar a inflação”

O que tem preocupado o Copom nos últimos tempos não é a inércia proveniente dos ‘preços administrados’. A ameaça maior atualmente vem da inércia nos reajustes salariais. A Lei 12.382, de 2011, estabeleceu uma regra de reajuste anual do Salário Mínimo até 2015 com base no Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC) mais a taxa de crescimento do PIB em ano anterior. Como muitos salários são definidos com base nas variações do Salário Mínimo, essa Lei tem o efeito de ‘indexar’ os dissídios salariais de muitas categorias, o que acaba elevando o grau de indexação da economia como um todo:

“Um aspecto crucial nessas circunstâncias [*em que a economia apresenta margem estreita de ociosidade*] é a possibilidade de o aquecimento no mercado de trabalho – que é o que responde às ações de política monetária com as mais longas defasagens – levar à concessão de aumentos reais de salários incompatíveis com o crescimento da produtividade, com repercussões negativas sobre a dinâmica da inflação. Neste ponto, cumpre registrar que a teoria, no que é respaldada pela experiência internacional, ensina que moderação salarial constitui elemento-chave para a obtenção de um ambiente macroeconômico com estabilidade de preços. O Comitê pondera, ainda, que o aumento do salário mínimo concedido no início do ano impacta direta e indiretamente a dinâmica de outros salários e dos preços ao consumidor.

Ainda sobre o mercado de trabalho, o Copom entende que nesse mercado existem riscos decorrentes da presença, na economia brasileira, de mecanismos que favorecem a persistência da inflação. Dito de outra forma, esses riscos derivam da possibilidade de as negociações salariais atribuírem peso excessivo à inflação passada, em detrimento da inflação futura.”

(Banco Central, 2012b)

Outro aspecto central é a indexação dos ativos financeiros. Garcia (2005) aponta com propriedade que se houver um descasamento entre os indexadores das tarifas de energia e os indexadores utilizados nos financiamentos das empresas de energia haverá risco de desequilíbrio econômico-financeiro. Portanto, qualquer modificação na indexação dos contratos do setor elétrico deve ser precedida da alteração correspondente da indexação dos financiamentos de forma a viabilizar tal modificação.

A alteração da indexação do mercado de capitais, no entanto, não é algo que pode ser obtido repentinamente. É algo que precisa ser promovido gradualmente.

Mais importante, é preciso contrapor os benefícios da redução da inércia resultante da indexação de contratos de longo prazo – seja no mercado de capitais, no mercado de trabalho, no setor elétrico ou em outro setor – com os prejuízos ocasionados pela eliminação ou alteração da indexação.

Como mencionado na seção 3.2, contratos de longuíssimo prazo – de 15 a 30 anos – são pre-
valedentes no setor elétrico. Esses compromissos são de grande valia para a sociedade, pois permitem internalizar a estrutura de custos ao longo de toda – ou de grande parte – da vida útil dos ativos. Isso viabiliza uma precificação mais adequada e, conseqüentemente, tomada de decisões mais racional.

A coordenação da expansão do setor elétrico é promovida por meio de leilões públicos em que diferentes empreendedores competem entre si para o atendimento da demanda por energia elétrica ou para a construção de instalações de energia determinadas pelo governo.

Tais contratos de longo prazo possibilitam firmar compromissos levando em conta todos os custos e benefícios de cada projeto na concepção do empreendimento, o que viabiliza a otimização da expansão. Como destaca Joskow (1987), é relativamente fácil estabelecer os preços (ou tarifas) adequados para cobrir os custos variáveis (tais como os custos da mão-de-obra, materiais e combustíveis), mas é mais complexo definir os preços (ou tarifas) apropriados para remunerar as despesas de capital (*capex*). Investimentos em ativos com longas vidas úteis envolvem grandes dispêndios iniciais, mas o usufruto de tais ativos é auferido ao longo de anos posteriores. Contratos de longo prazo permitem ‘casar’ esses custos e benefícios, mas numa economia em que a inflação é volátil esse ‘casamento’ fica comprometido se não houver indexação à taxa de inflação.

Se a indexação fosse eliminada, os prazos dos contratos teriam que ser encurtados ou os contratos ficariam sujeitos a frequentes revisões, seja de forma regulamentada pela agência reguladora, seja por meio de renegociação do contrato solicitada pelos próprios agentes (empresas e/ou consumidores). Em ambos os casos, parte das decisões deixaria de ser firmada na concepção do empreendimento. Isso redundaria em maior risco para os empreendedores, pois a sua remuneração futura seria determinada após a realização do investimento, quando já não é mais possível desfazer o negócio sem sofrer grandes perdas. Isso também seria prejudicial para os consumidores, pois opções que parecem eficientes no curto prazo poderiam vir a tornar-se mais custosas no longo prazo.

A eliminação das cláusulas de indexação nos contratos de energia – seja nos contratos de compra e venda de energia, seja nos próprios contratos de concessão – teria um impacto prejudicial para as empresas e consumidores no longo prazo.

4.2 COMO PROMOVER A DESINDEXAÇÃO

A melhor forma de promover a redução da indexação na economia é fazer a inflação convergir para um nível mais baixo. Se o governo buscar esse objetivo de forma sistemática os agentes tornar-se-ão mais dispostos a abrir mão da indexação. Essa tese tem seus defensores:

“Temos caminhado no rumo certo, mas há muitos desafios para aumentar a produtividade. A desindexação vem naturalmente quando a inflação cai.”

Roberto Padovani
Economista-chefe da Votorantim Corretora
(*Valor Econômico*, 21.jun.2012)

“Esse assunto de indexação é um falso problema. As economias livres de inflação não impõem restrição à indexação. No Brasil, é assim. Só é proibido fazer contrato indexado a um índice de preço com prazo menor que um ano. Hoje o sistema anual funciona. Todos assinam contratos de aluguel. As empresas que fornecem energia em contratos de 30 anos estão satisfeitos com o reajuste anual. A indexação é um seguro que beneficia as duas partes de uma relação contratual. Deixa a indexação. Não vamos mexer nisso.”

Gustavo Franco
Ex-Diretor do Banco Central
(*O Estado de S. Paulo*, 14.out.2012)

Essa tese é suportada pela análise da evolução de contratos ao longo do tempo. Joskow (1987) examina a evolução de cerca de 250 contratos de fornecimento de carvão nos Estados Unidos ao longo de várias décadas. Seu estudo constata que as condições contratuais refletem as condições e expectativas prevalentes no período em que foram concebidos. A indexação à inflação, por exemplo, só se tornou mais prevalente nos contratos de carvão nos Estados Unidos em meados da década de 1970, quando houve uma elevação da inflação para patamares mais altos.

Isso sugere, portanto, que a melhor estratégia para reduzir a inércia associada à indexação na economia é perseguir as metas inflacionárias com maior rigor, buscando reduzir a volatilidade da inflação e, gradualmente, reduzir a meta para a inflação para patamares mais baixos.

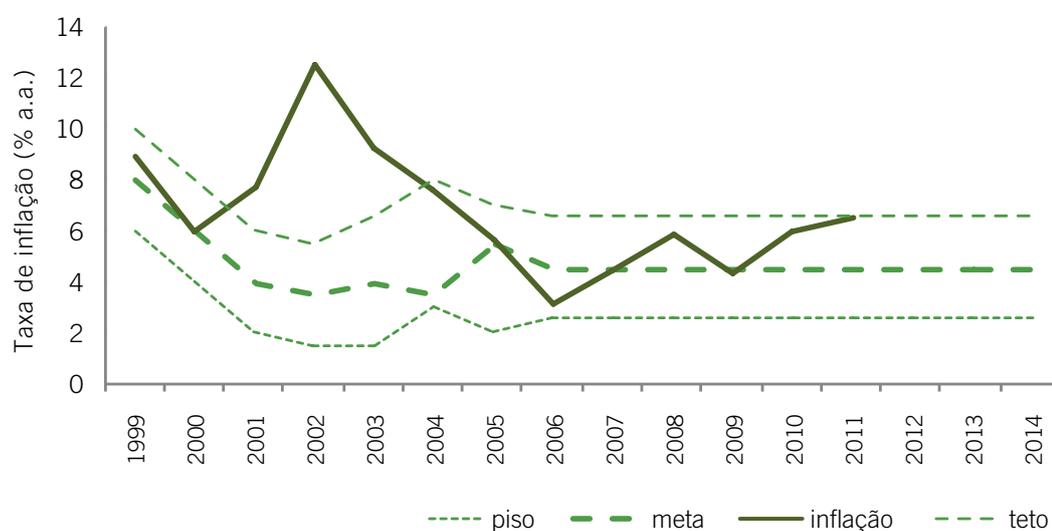
De certo modo isso vai na contramão ao que se tem observado nos últimos anos. As três âncoras da economia (ou ‘tripé da política macroeconômica’, – responsabilidade fiscal, câmbio flutuante e regime de metas para a inflação) têm sido ‘flexibilizadas’ nos últimos anos.

As metas de superávit primário somente foram ‘alcançadas’ por meio de manobras contábeis, como o expurgo de certas despesas e a antecipação de recebíveis futuros. A taxa de câmbio tem sido administrada por meio de intervenções no mercado de derivativos, alterações na tributação, e acúmulo de reservas bilionárias em moeda estrangeira. As metas para inflação também têm sido flexibilizadas com o relaxamento monetário, mesmo em períodos em que a inflação acumulada em doze meses e as expectativas para inflação futura estiveram acima da meta de inflação.

Essa flexibilização do tripé da política monetária enfraquece a credibilidade da política econômica, elevando a volatilidade, o que acirra a demanda por indexação.

O governo também não tem demonstrado intenção de baixar o nível da inflação ou a sua volatilidade. Desde 2005 a meta para a inflação tem sido mantida fixa em 4,5% ao ano e a ‘banda de tolerância’ também tem sido mantida fixa em dois pontos percentuais para cima ou para baixo (entre 2,5% e 6,5% ao ano).

Figura 5: Histórico do regime de metas para inflação no Brasil



Fonte: Banco Central. Elaboração: Instituto Acende Brasil.

Diante desse contexto, o esforço de combate à inflação não deve ser relaxado; pelo contrário, é preciso aproveitar o momento para levar a inflação para patamares mais baixos:

“É hora de sermos mais ambiciosos em termos de patamares de inflação, o que será essencial para garantir taxas de juros mais modestas ao longo do tempo. Da mesma forma que novos ventos sopram na agenda econômica do governo, agora mais atenta a questões estruturais, seria importante retomar o compromisso feito de inflação menor.

[...]

Não há conflito entre inflação e crescimento, neste momento; pelo contrário. Assim, vale ainda mais a pena perseguir inflação mais baixa.”

Zeina Latif

Sócia da Gibraltar Consultoria
 (O Valor Econômico, 22.10.2012)

O próprio empenho do governo de promover a desindexação tem oscilado ao longo do tempo. Tal empenho casuístico do governo sugere que a motivação governamental está mais atrelada aos seus efeitos de curto prazo e menos à busca de mudanças estruturais para reduzir o grau de inércia na economia brasileira. Tal postura não colabora para a formação de expectativas inflacionárias menores no futuro e, conseqüentemente, para a redução da indexação.

Em termos propositivos, existe uma série de frentes nas quais o governo poderia atuar para reduzir a indexação que seriam mais proveitosas e menos prejudiciais para a sociedade:

a) Como o governo é um grande financiador da economia brasileira, e se ele realmente vê a indexação como um grande problema, as autoridades governamentais poderiam atuar no sentido de eliminar a indexação dos seus financiamentos. A dívida dos estados com a União, por exemplo, é indexada ao IGP-DI.

b) Também poder-se-ia expurgar a indexação de financiamentos dos bancos públicos.

c) Como já apontado, uma das grandes e mais preocupantes fontes de inércia é a definição de salários com base na inflação passada. A literatura econômica aponta que salários são os preços que tipicamente apresentam maior rigidez. Nesse sentido, a experiência recomenda que se evite a indexação plena dos salários à inflação passada (McNelis, 1986). Novamente, o Brasil tem andado na contramão neste quesito nos últimos anos, tendo indexado o Salário Mínimo à inflação somada do crescimento do PIB.

d) Finalmente, um insumo importante para o setor elétrico cuja indexação precisa ser revista é o do gás natural. A Petrobras, empresa que domina a oferta e transporte do produto no Brasil, tem adotado uma política de preços para o gás natural que já não faz sentido no contexto atual: a estatal tem indexado o preço do gás natural aos preços internacionais de petróleo e gás natural no exterior. Ocorre que o gás natural não é uma *commodity* internacional como o petróleo. Somente uma pequena parcela do gás natural produzido e consumido no mundo é comercializada livremente no mercado mundial na forma de gás natural liquefeito (GNL) por causa dos seus elevados custos de manuseio e transporte. O preço do gás natural deve refletir as condições de oferta e demanda dos mercados regionais, definidas pelas redes de gasodutos. Na próxima década prevê-se que a produção de gás natural expandir-se-á ao ponto de o Brasil se tornar um exportador de petróleo. Diante dessa realidade, não faz sentido definir o preço do gás natural considerando o custo de importação de grandes centros internacionais. O governo pode e deve alterar a política de precificação do gás natural de forma a melhor refletir as condições locais. Também é uma grande oportunidade de desindexá-lo dos preços internacionais, uma das principais fontes de choques inflacionários.

5. CONCLUSÃO

O governo tem manifestado a intenção de desindexar os contratos do setor elétrico. Embora a indexação já tenha sido um grande problema para a economia brasileira no passado, ela já não é um problema central.

No passado a inflação brasileira apresentava elevada auto-regressividade, situação em que choques inflacionários eram incorporados de forma permanente à taxa de inflação. Neste contexto, a inflação permanecia alta mesmo na ausência de desequilíbrio fiscal ou monetário. O Plano Real promoveu uma redução drástica no grau de indexação da economia, restaurando a dissipação gradual de choques inflacionários.

No contexto atual, o principal benefício de uma desindexação adicional seria o de aumentar a eficiência da política monetária.

A indexação à inflação passada não provoca inflação. Ela apenas provoca inércia, sendo que a inércia resultante da indexação é perfeitamente neutra: ela ora posterga a redução de preços em períodos de queda de custos (ou de arrefecimento da economia), ora posterga a elevação de preços em períodos de elevação de custos (ou de alto crescimento da economia).

No atual contexto, portanto, o benefício da desindexação seria modesto, mas o seu impacto sobre o setor elétrico seria altamente prejudicial.

A desindexação do setor elétrico distorceria a coordenação do planejamento do setor e elevaria seus custos. A otimização da expansão do setor depende de compromissos firmados levando em conta os custos e benefícios de empreendimentos ao longo de todo ciclo de vida do empreendimento. Se os agentes tivessem que assumir o risco inflacionário, essas decisões intertemporais inevitavelmente acabariam sendo contaminadas pelas expectativas divergentes quanto à inflação futura. O elevado risco também reduziria o peso atribuído pelos agentes aos compromissos do futuro mais longínquo, o que distorceria a tomada de decisões. Além disso, os agentes demandariam um prêmio de risco maior para assumir esse risco de origem alheia.

O peso das tarifas de energia elétrica sobre o IPCA é de apenas 3,53%. Portanto, a desindexação dos contratos do setor elétrico contribuiria muito pouco para o controle da inflação.

O mito do chamado índice setorial também precisa ser combatido. As diferenças nas estruturas de custos entre empresas de energia implica que um índice que seja aderente aos custos de uma empresa necessariamente destoa dos de outra empresa. Essa variedade de determinantes de custos inviabiliza a criação de um único índice setorial que reflita adequadamente o comportamento dos custos de todos os agentes do setor. Além disso, não somente há diferenças substanciais na composição de custos entre empresas, mas a composição de custos das empresas também muda significativamente ao longo do tempo, o que significa que haveria a necessidade de se readequar o índice periodicamente. A teórica vantagem de um índice mais aderente aos custos pode ser facilmente anulada pelo risco de se criar um índice que já nasce sem credibilidade

Se o governo tem convicção da necessidade de reduzir a inércia, é preciso que o mesmo atue de forma sistemática para reduzir a indexação formal e informal na economia como um todo.

A medida mais importante para alcançar esse objetivo seria fazer com que a inflação se estabilizasse num patamar inferior ao atual. Para isso seria necessário reafirmar o compromisso com o regime de metas de inflação, perseguindo permanentemente o centro da meta. No médio prazo seria necessário reduzir gradualmente a meta para um patamar mais próximo de zero e reduzir a banda de tolerância.

Também é importante atuar para reduzir a indexação dos principais fatores de produção: a

indexação de salários e do capital e, no caso do setor elétrico, promover a desindexação do preço do gás natural.

A promoção da desindexação de forma descoordenada e casuística pode até render alguns frutos de curto prazo, mas no longo prazo tende a agravar o problema, deteriorando as expectativas da inflação futura e elevando a demanda por indexação.

REFERÊNCIAS

- Banco Central (2012a). *Relatório de Inflação - Março 2012* 14(1). Brasília: Banco Central / Comitê de Política Monetária (Copom).
- Banco Central (2012b). *Relatório de Inflação - Junho 2012* 14(2). Brasília: Banco Central / Comitê de Política Monetária (Copom).
- Banco Central (2012c). *Relatório de Inflação - Setembro 2012* 14(3). Brasília: Banco Central / Comitê de Política Monetária (Copom).
- Bevilaqua, A. e M. Garcia (1999). Debt Management in Brazil: Evaluation of the Real Plan and Challenges Ahead. Rio de Janeiro: Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro - PUC/RJ.
- Biderman, C.; L. Cozac; e J. Rego (1996). *Conversas com economistas brasileiros*. São Paulo: Editora 34 Ltda.
- Cati, R.; M. Garcia; e P. Perron (1999). Unit roots in the presence of abrupt governmental interventions with an application to Brazilian data. *Journal of Applied Econometrics* 14:27-56.
- GACE (2005). Grupo de Trabalho Sobre Desindexação da Economia – Relatório Final. Brasília: Grupo de Acompanhamento da Conjuntura Econômica - GACE / Conselho de Desenvolvimento Econômico e Social / Secretaria de Relações Institucionais / Presidência da República.
- Garcia, M. (2005). As Ameaças Causadas por Múltiplos Indexadores para o Equilíbrio Econômico-Financeiro das Empresas Elétricas. Estudo para a Câmara Brasileira de Investidores em Energia Elétrica – CBIEE.
- Fava, V. e D. Alves (1998). Longa Persistência nas Taxas de Inflação. *Revista de Econometria* 18(2): 245-64.
- Fraga Neto, A. (1985). Indexation and Inflation in Brazil. Texto de Discussão no 96. Rio de Janeiro: Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro - PUC/RJ.
- Figueiredo, E. e A. Marques (2009). Inflação Inercial como Processo de Longa Memória: Análise a partir de um Modelo Arfima-Figarch. *Estudos Econômicos* 39 (2): 437-58.
- Fisher, I. (1922). *The Purchasing Power of Money*. New York: Augustus Kelly.
- Giersch, H. et alli (1974). *Essays on Inflation and Indexation*. Washington: American Enterprise Institute.
- Holanda Barbosa, F. (1992). A Indexação dos Ativos Financeiros: A Experiência Brasileira. Ensaio Econômico no 194. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas - FGV.
- IBGE (2011). Atualização das Estruturas de Ponderação a Partir da POF 2008-2009 (Nota Técnica 01/2011). Brasília: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística - IBGE / Diretoria de Pesquisas / Coordenação de Índices de Preços.
- Ipea (2011). A Dinâmica da Inflação Brasileira: Considerações a partir da Desagregação do IPCA. Comunicados do Ipea no 101. Brasília: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada - Ipea.
- Joskow, P. (1987). Price Adjustment in Long Term Contracts: The Case of Coal. Working Paper 444. Cambridge: Massachusetts Institute of Technology – MIT.
- Lopes, F. (1985). Inflação inercial, hiperinflação e desinflação: notas e conjecturas. *Revista de Economia Política* 5(2): 135-51.
- McNelis, P. (1986). Indexing as an instrument for stabilization policy: a survey of theoretical developments and international experience during the past decade. Working Paper 75. Kellogg Institute.
- Price, R. (1997). The Rationale and Design of Inflation-indexed Bonds. Working Paper n. 97/12. Washington: International Monetary Fund - IMF.
- Resende, A. (1985). A moeda indexada: uma proposta para eliminar a inflação inercial. *Revista de Economia Política* 5(2): 130-4.
- Simonsen, M. (1985). A inflação brasileira: lições e perspectivas. *Revista Economia Política* 5(4): 15-30.

COMO REFERENCIAR ESTE TRABALHO:

Instituto Acende Brasil (2012). *Indexação de Contratos do Setor Elétrico e Inflação*. White Paper 9, São Paulo, 28 p.

Presidente: Claudio J. D. Sales
Diretor Executivo: Eduardo Müller Monteiro
Assuntos Econômicos e Regulatórios: Richard Lee Hochstetler
Desenvolvimento Sustentável: Alexandre Uhlig
Pesquisa e Desenvolvimento: Alia Rached
Assuntos Administrativos: Eliana Marcon
Cursos e Eventos: Melissa Oliveira

O Instituto Acende Brasil é um Centro de Estudos que desenvolve ações e projetos para aumentar o grau de Transparência e Sustentabilidade do Setor Elétrico Brasileiro. Para alcançar este objetivo, adotamos a abordagem de Observatório do Setor Elétrico Brasileiro. Atuar como um Observatório significa pensar e analisar o setor com lentes de longo prazo, buscando oferecer à sociedade um olhar que identifique os principais vetores e pressões econômicas, políticas e institucionais que moldam as seguintes dimensões do Setor Elétrico Brasileiro:



AGÊNCIAS
REGULADORAS



GOVERNANÇA
CORPORATIVA



IMPOSTOS E
ENCARGOS



LEILÕES



MEIO AMBIENTE
E SOCIEDADE



OFERTA DE
ENERGIA



RENTABILIDADE



TARIFA E
REGULAÇÃO

SÃO PAULO

Rua Joaquim Floriano, 466
Ed. Corporate • Conj. 501 • Itaim Bibi
CEP 04534-004 • São Paulo • SP
Telefone: +55 (11) 3704-7733

BRASÍLIA

SCN Quadra 5 • Bloco A • sala 1210
Brasília Shopping and Towers
CEP 70715-900 • Brasília • DF • Brasil
Telefone: +55 (61) 3963-6007

contato@acendebrasil.com.br
www.acendebrasil.com.br

Projeto gráfico e diagramação: Amapola Rios