

O TRATAMENTO DA INFLAÇÃO NA AVALIAÇÃO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO



- ✓ Fluxos de caixa em moeda nominal ou em moeda real?

Francisco Cavalcante (francisco@fcavalcante.com.br)

- Sócio-Diretor da Cavalcante & Associados, empresa especializada na elaboração de sistemas financeiros nas áreas de projeções financeiras, preços, fluxo de caixa e avaliação de projetos. A Cavalcante & Associados também elabora projetos de capitalização de empresas, assessora na obtenção de recursos estáveis, além de compra e venda de participações acionárias.

Rodrigo Pasin (rpasin@uol.com.br)

- Consultor da Cavalcante & Associados, especialista nas áreas de fusões e aquisições, avaliação de empresas, finanças corporativas e mercado de capitais.
- Mestre em Administração, na área de finanças, pela FEA/USP.
- Co-autor do livro "Avaliação de Empresas: um guia para Fusões & Aquisições e Gestão de Valor", editado pela Pearson Education/Financial Times/Valor Econômico, em 2005

ÍNDICE

FLUXO DE CAIXA DESCONTADO E INFLAÇÃO	3
--------------------------------------------	---

Fluxo de Caixa Descontado e inflação

Este Up-To-Date® foi baseado no livro Avaliação de Empresas dos autores Francisco Cavalcante , Rodrigo Pasin e Roy Martelanc, livro que recomendamos pela sua abrangência e profundidade na abordagem do tema avaliação de empresas

APRESENTAÇÃO

A avaliação pelo método do Fluxo de Caixa Descontado, pode ser feita com base na projeção de fluxos de caixas em moeda nominal ou em moeda real (ignorando os efeitos da inflação). A projeção em moeda real estima os valores de receitas, custos e despesas considerando que não haverá inflação. A premissa implícita em tais avaliações é que os aumentos de custos e despesas decorrentes da inflação serão repassados aos preços. Entretanto, o *timing* destes repasses pode chegar a um ano, comprometendo todo o resultado de trabalho do período – basta lembrar dos altos índices de inflação observados no final do ano de 2002. Quem fixou preços por um ano em setembro de 2002 teve de arcar com uma inflação de quase 25% até setembro de 2003, sem poder aumentar os preços.

Os efeitos da inflação podem ser de difícil apreensão, mas são responsáveis por uma parte significativa do resultado e do valor de parcela expressiva das empresas. A sua parca compreensão tem levado a avaliações inconsistentes de empresas, aprovações e rejeições infundadas de projetos de investimento e erros de gestão do dia-a-dia das empresas.

Explica, também, o porquê de tantas pessoas não terem entendido integralmente os ganhos e perdas de tantos após a forte e duradoura redução de inflação que se seguiu ao Plano Real. A inflação não acabou; apenas deixou de ser considerada explicitamente na maior parte das análises. Inevitavelmente.

O analista deve considerar os impactos da inflação nos resultados das empresas e os impactos de não considerá-la. A proibição da Correção Monetária dos Balanços das Empresas desde 1995 e suas consequências no valor destas, assim como o dimensionamento do capital de giro sob inflação, o ritmo dos reajustes de preços, a defasagem no reconhecimento da inflação e o custo de capital em ambientes inflacionários devem ser avaliados sob pena de se comprometer a avaliação.

INFLAÇÃO NEUTRA

A forma mais simples de tratamento da inflação é considerá-la neutra, portanto irrelevante. O princípio é simples: se a inflação i_{nfl} atinge todos os preços por igual, o fluxo de caixa incorpora um fator $(1 + i_{nfl})$, e a taxa nominal de desconto incorpora o mesmo fator, isto faz uma coisa anular a outra. É como se não houvesse inflação. O Objeto 1 expressa esta relação algebricamente.

Objeto 1 – Indiferença entre usar moeda e taxa nominais ou reais

Se o fluxo de caixa real é : FC_1, FC_2, \dots, FC_n

Então o fluxo de caixa nominal é : $FC_1(1 + i_{nfl})^1, FC_2(1 + i_{nfl})^2, \dots, FC_n(1 + i_{nfl})^n$

Uma taxa nominal pode ser decomposta em inflação e taxa real : $(1 + i_{nom}) = (1 + i_{nfl})(1 + i_{real})$

Utilizando tanto fluxo como taxa nominais o valor presente é :

$$VP = \frac{FC_1(1 + i_{nfl})^1}{(1 + i_{nfl})^1(1 + i_{real})^1} + \frac{FC_2(1 + i_{nfl})^2}{(1 + i_{nfl})^2(1 + i_{real})^2} + \dots + \frac{FC_n(1 + i_{nfl})^n}{(1 + i_{nfl})^n(1 + i_{real})^n}$$

Portanto :

$$VP = \frac{FC_1}{(1 + i_{real})^1} + \frac{FC_2}{(1 + i_{real})^2} + \dots + \frac{FC_n}{(1 + i_{real})^n}$$

Como vemos, utilizar fluxo de caixa e taxa de desconto é o mesmo que usar fluxo e taxa de desconto reais. Afinal de contas, a inflação está presente tanto no fluxo quanto na taxa.

Enquanto a inflação atingir tudo por igual, ela não tem qualquer efeito, é neutra. O pressuposto é que, seja ela alta ou baixa, os efeitos sobre o fluxo de caixa e sobre a taxa são idênticos. Mesmo que a economia sofra desequilíbrios momentâneos, a empresa saberá reagir para manter-se à tona, e as forças relativas na cadeia de valor lhe permitirão restaurar a sua margem; portanto, seu fluxo de caixa. **Entretanto, há uma série de situações em que a inflação não pode ser considerada neutra.**

A maior parte dos analistas responsáveis pelo cálculo do valor das empresas projeta o fluxo de caixa diretamente em moeda real, por causa de razões como:

- É mais simples, com ganhos para o custo da projeção e sua comunicação a terceiros. Além disto, a maior simplicidade da projeção em moeda real provavelmente acarretará menos erros operacionais.
- Expressa com maior precisão os fenômenos microeconômicos, como aumentos reais de preços e volumes, que podem ser visualmente percebidos. Com isto, o analista terá melhor visão de conjunto dos fenômenos econômicos da empresa.
- Favorece a explicitação dos efeitos da inflação, que podem ser facilmente percebidos pelo cálculo dos ajustes para níveis diferentes.
- Em situações de inflação elevada, torna mais fácil perceber quando a atual política de precificação, tanto da empresa quanto dos seus fornecedores, torna-se absurda pela força de seu efeito e será fatalmente substituída. Assim, são evitadas análises de sensibilidade em relação à inflação que geram conclusões pouco realistas.

A projeção diretamente em moeda real é a abordagem aqui encampada. Para que ela seja possível, entretanto, há de se considerar explicitamente os efeitos da inflação, o que é feito por meio de ajustes. Estes são suficientemente precisos para as aplicações normais, podendo sua periodicidade ser alterada diante de inflação elevada ou instável. Embora tais ajustes sejam pouco conhecidos e praticados pelos avaliadores de empresas, sua ausência pode gerar importantes distorções no cálculo do valor da empresa, causando prejuízo para compradores ou vendedores.

Em futuros Up-To-Dates® vamos mostrar alguns destes ajustes.