

EDIFÍCIOS CORPORATIVOS REAJUSTE DE ALUGUÉIS

Prof. Dr. João da Rocha Lima Jr.

1. Preliminares

A mudança de patamar de variação do IGP-M desde 2019, combinada com a queda de faturamento do comércio e a movimentação das empresas de serviço para escritórios menores, tendo em vista os efeitos econômicos da pandemia que ora pressiona a economia brasileira, levou a reflexões sobre como ajustar os aluguéis nos contratos, havendo inclusive iniciativas de legislação para impor o uso do IPCA, vetando o IGP-M, *conhecido como índice do aluguel*.

Essa situação enseja a discussão sobre: (i)-o que deve cobrir o reajuste dos aluguéis e (ii)-por consequência, qual índice, entre os disponíveis e confiáveis, serve melhor para a finalidade desejada.

Nesse sentido, inicialmente ilustramos o comportamento de alguns índices disponíveis e confiáveis do ponto de vista da estrutura, coleta de dados e sua manipulação e grau de representatividade. Ainda mais, faremos uma leitura de comportamento relativo de um longo ciclo antes da pandemia | 2014/2015-2019 | e já sob o efeito da pandemia agregada ao ano de 2019 | 2019-2021.3 |¹.

2. Comportamento de índices

Utilizaremos IGP-M, IPCA e INCC, além de aluguel de edifícios corporativos na cidade de São Paulo, segundo a classificação AA + AAA, da Buildings. Como imagem paralela, analisaremos o comportamento do IGMI-R², que trata de preços de imóveis

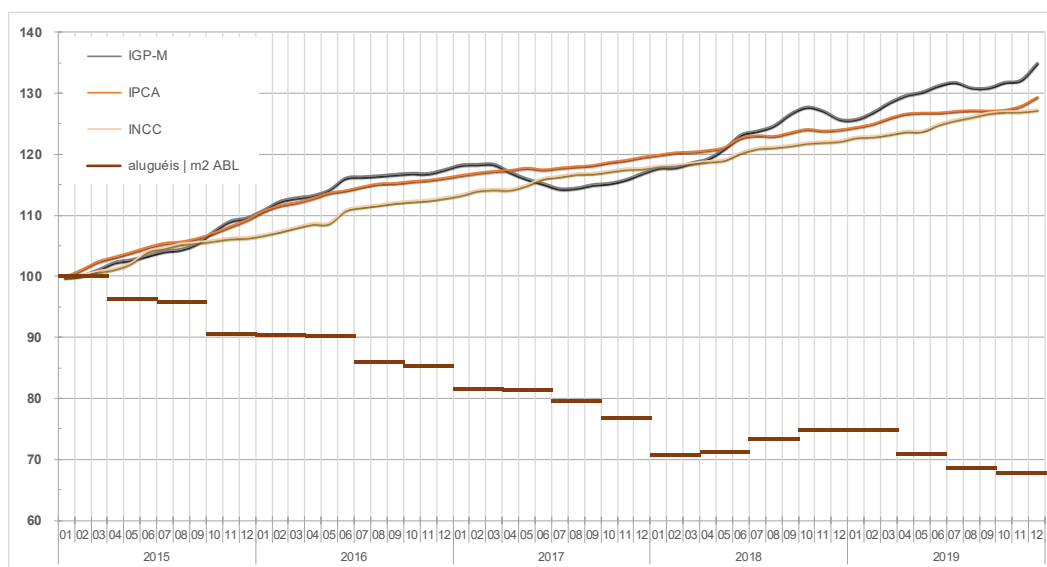
¹ Notar que as duas leituras se sobrepõem no ano de 2019.

² As bases de dados de IGP-M-ibre, IPCA-ibre, INCC-ibre e IVG-R-banco central, são públicas. A base de dados da Buildings destina-se assinantes de seu serviço, mas tem garantido o acesso do NRE-Poli. A base de dados do IGMI-R destina-se a associados da Abecip, também tendo sido garantido o acesso ao NRE-Poli. Outros índices de preços de imóveis são emitidos no Brasil, como o IVG-R pelo Banco Central. Adotamos o IGMI-R nesta Carta, por ser oferecida a informação desagregada por região, de modo que utilizamos São Paulo, para concatenar com os dados da Buildings.

residenciais em amostra estratificada para a cidade de São Paulo. Já que não há base de dados de preços de imóveis comerciais disponível, procuramos por via indireta entender o impacto de variação de preços de terrenos e outorga (hoje disseminada no país) em complemento ao INCC, que trabalha com os custos de construção.

Os gráficos 1 e 2 expõem números índice, cuja base 100 está em janeiro-2015 e, quando referidos a preços, usamos reais nominais³.

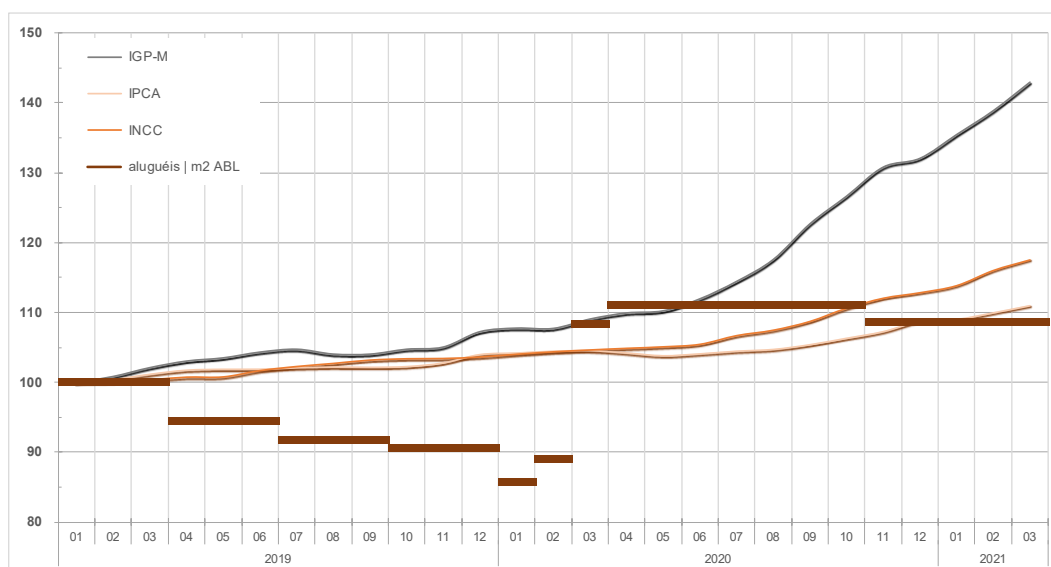
gráfico 1 no período | 2015-2019 | os índices inflacionários se movimentam com alguma harmonia, podendo sugerir que qualquer um deles serviria para ajustar alugueis, independentemente do propósito do ajuste, o que discutiremos adiante. De outro lado, mesmo submetidos a algum padrão de ajuste, verifica-se que os alugueis sofreram quedas em valor nominal, que será ainda acentuada se impusermos algum deflator inflacionário. A partir de 2018, segundo semestre, o IGP-M já inicia um ciclo de descolamento do IPCA, enquanto o INCC permanece contido em uma franja abaixo da variação do IPCA.



2015.01	2019.12	variação (média anual)	descolamento do aluguel (média anual)	descolamento do IGP-M (média anual)
		6,29%	-13,08%	
		-7,62%		
		5,39%	-12,34%	+ 0,85%
		5,06%	-12,06%	+ 1,17%

³ Notar que a base de dados da Buildings oferece alugueis médios no trimestre.

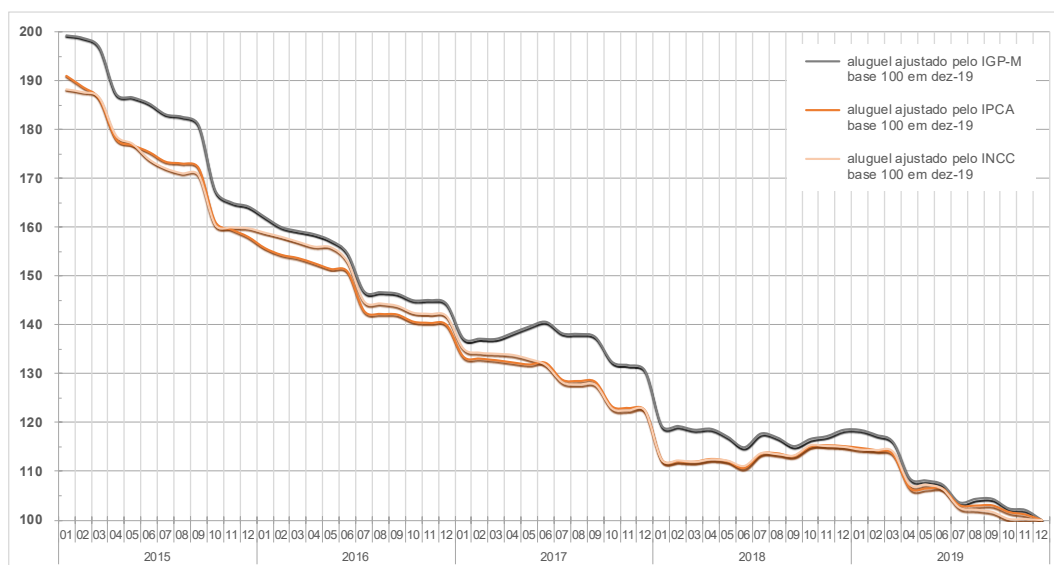
gráfico 2 no período | 2019-2021.3 | os índices inflacionários já descolam, de modo que seu efeito enseja a discussão sobre qual índice será mais adequado para servir de ajuste de valores de aluguel de escritórios corporativos. O crescimento nominal de aluguéis a partir de março 2020 está sensivelmente abaixo da variação do índice do aluguel IGP-M, ainda que, aparentemente, se mova em melhor harmonia com IPCA e INCC.



2019.01	2021.03	variação (média anual)	descolamento do aluguel (média anual)	descolamento do IGP-M (média anual)
		17,96%	-11,96%	
		3,85%		
		4,89%	-0,99%	+ 12,46%
		7,70%	-3,57%	+ 9,52%

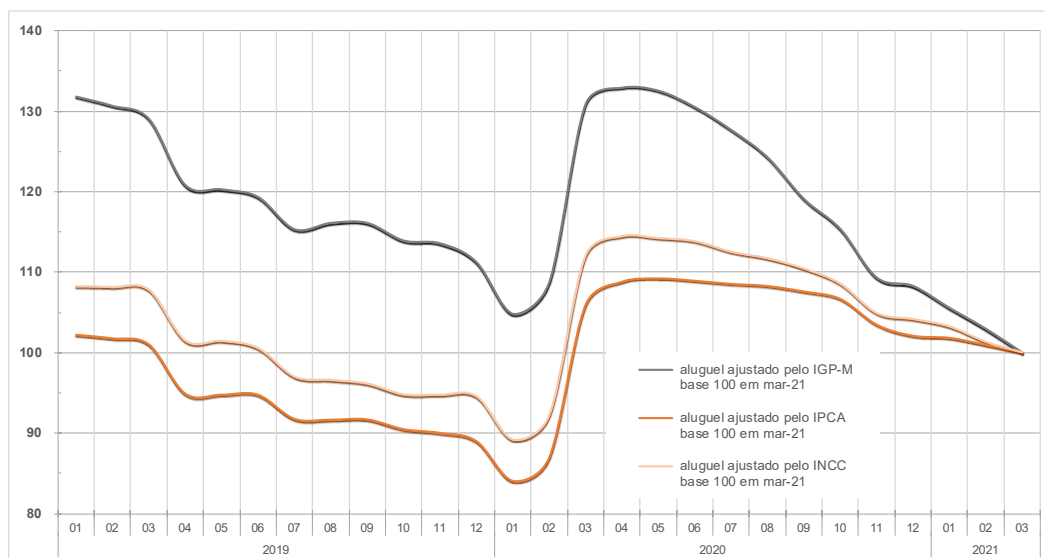
Os gráficos 3 e 4 também expõem números índices, sendo a base 100 no último mês da série (março-2021), tendo em vista que o objetivo é enfatizar ter ocorrido uma queda continuada de valores de aluguéis, seguindo a base de dados Buildings, tomados os índices inflacionários IGP-M, IPCA e INCC.

gráfico 3 no período | 2015-2019 | os aluguéis caem recorrentemente seja por qual índice inflacionário busquemos a referência. Entretanto, como mostra o gráfico, os movimentos virtuais pelos índices IPCA e INCC são mais correlacionados. Isso pode indicar que os proprietários aceitem como base de reposição do poder de compra dos aluguéis, lido como retorno do investimento no imóvel, o índice dominante na economia, como sendo o índice referencial da perda de poder de compra do real (IPCA), que, por sua vez tem um comportamento muito próximo do INCC, ainda que as matrizes de medida sejam completamente diferentes.



2015.01	2019.12	variação de aluguéis (média anual)
marcados em IGP-M		-13,08%
marcados em IPCA		-12,34%
marcados em INCC		-12,06%

gráfico 4 no período | 2019-2021.3 | a base de dados mostra um salto nos valores ajustados pelos três índices (segundo trimestre de 2020, exatamente quando as evidências de que a pandemia seria de longa duração) e uma queda não muito pronunciada adiante, quando usamos os marcadores IPCA e INCC. O marcador do IGP-M reflete os descolamentos conhecidos.



2019.01	2021.03	variação de aluguéis (média anual)
		marcados em IGP-M
		-11,96%
		marcados em IPCA
		-0,99%
		marcados em INCC
		-3,57%

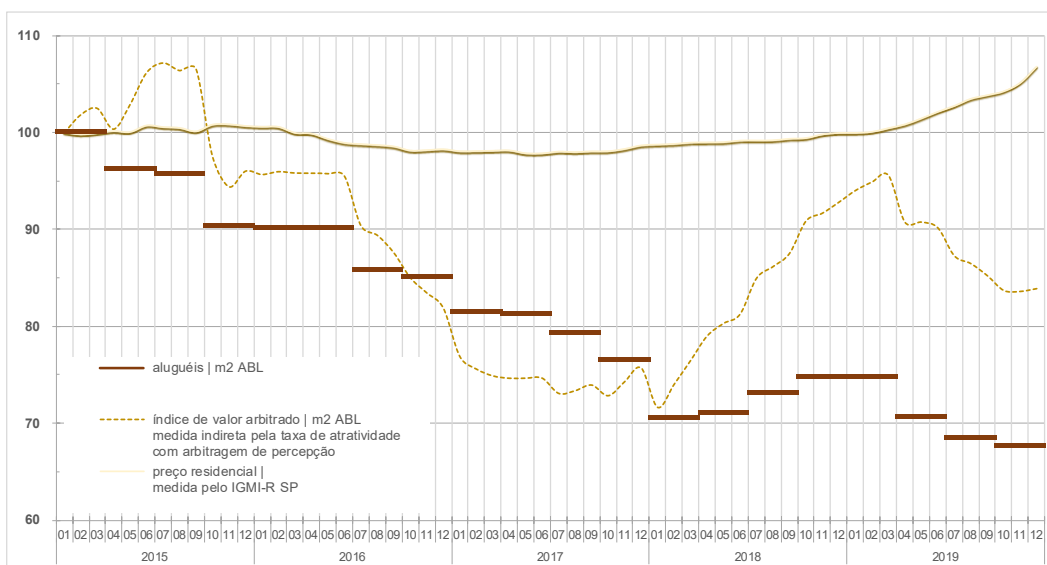
O que verificamos nesses gráficos é que os aluguéis, pela base de dados da Buildings, não acompanharam qualquer dos três índices inflacionários utilizados como referência: tendo caído recorrentemente e a questão não está marcada pela evolução assimétrica do IGP-M contra os outros dois índices, mas sim, por evidências de mercado.

3. Aluguéis corporativos e preços residenciais das bases de dados contra índice de valor justo de imóveis corporativos

Não há base de dados estruturada sobre preços de imóveis corporativos, pública ou à qual ao NRE-Poli seja garantido o acesso. Por esta razão usamos um proxy.

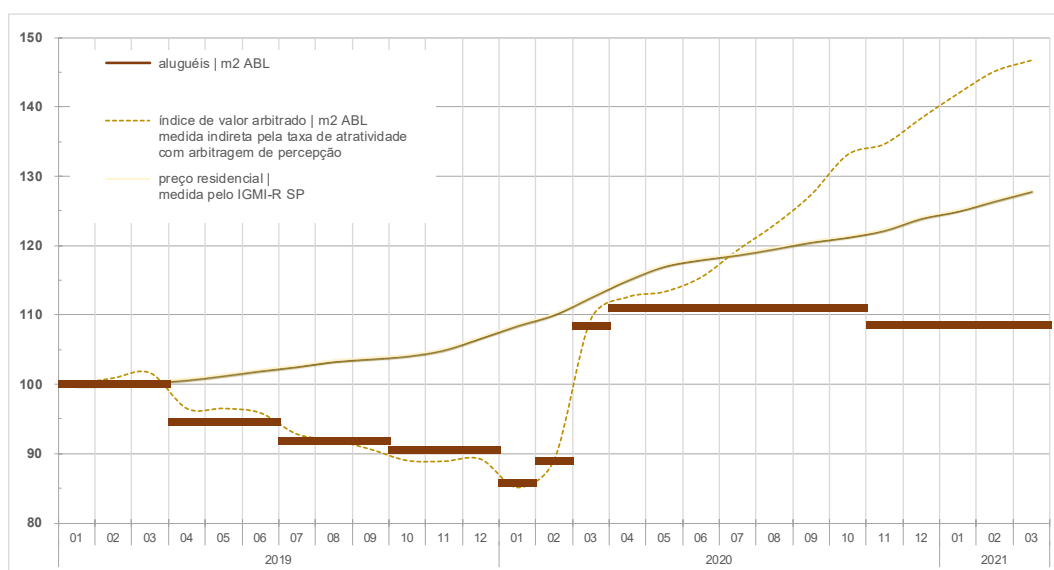
Admitimos que o aluguel de mercado deve remunerar adequadamente o valor justo de mercado do imóvel, entregando taxa de retorno em ciclo de 20 anos equivalente a uma taxa de atratividade e múltiplo da taxa de títulos públicos longos e um critério de percepção post-facto. Resultam os gráficos 5 e 6, cujas imagens são de tendência de valor justo seguindo essa taxa de atratividade, no conceito de taxa de retorno de 20 anos, e não no conceito inadequado de gross acquisition cap-rate. Notamos que essa medida leva em conta a perpetuação do patamar de aluguéis, sempre ajustado seguindo um índice inflacionário adequado. Trata-se, portanto, de uma medida de tendência, não uma valuation.

gráfico 5 no período | 2015-2019 | os aluguéis caem nominalmente, com uma breve recuperação de 2018 para 2019. Apesar de verificarmos uma queda das taxas de atratividade, levando em conta os critérios de percepção adotados, a tendência do índice de valor acompanha o movimento dos aluguéis. Interessa verificar o movimento de preços residenciais, que acompanha a tendência (preços de jan-2015 só são retomados nominalmente em jan-2019).



2015.01	2019.12	variação (média anual)
valor por inferência		-3,50%
aluguéis m2 ABL		-7,62%
IGMR-I-São Paulo		1,35%

gráfico 6 no período | 2019-2021.3 | a base de dados mostra um salto dos preços residenciais, acima dos aluguéis corporativos. Considerando a queda pronunciada da taxa referencial de juros, com reflexo amortecido nas taxas de longo prazo, mesmo assim verificamos um saldo nesse índice de valor de referência dos imóveis corporativos.



2019.01	2021.03	variação (média anual)
valor por inferência		19,35%
aluguéis m2 ABL		3,85%
IGMR-I-São Paulo		12,04%

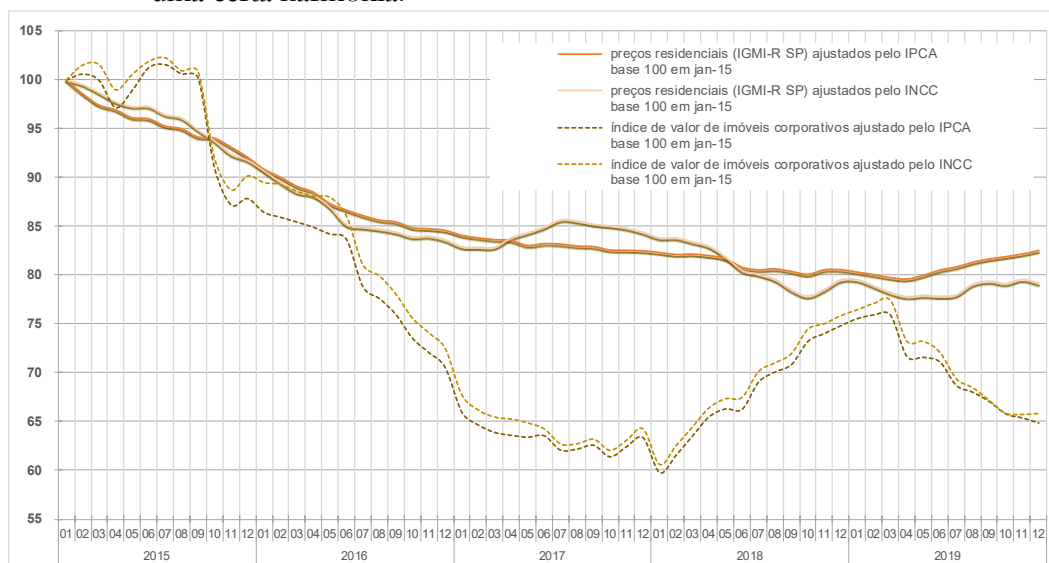
O gráfico 5 ilustra cenários com certa harmonia, sendo o gráfico 6 representativo de uma condição de mercado submetida ao efeito de evento adverso (a pandemia). Essa base de dados indica tendência de movimento correlacionado do índice de valor de imóveis corporativos como arbitramos com o índice de preço de imóveis residenciais, usando as bases de dados da cidade de São Paulo.

Com as informações de suporte sobre comportamento de índices gerais de inflação, custo de construção, aluguéis e tendência de preços, vamos à discussão sobre o índice mais adequado para corrigir aluguéis, particularmente os corporativos.

4. Preços e valores deflacionados pelo IPCA e INCC

A primeira evidência que procuramos é o comportamento dos preços residenciais contra os custos de construção (INCC) e contra o índice de inflação adotado como referência da meta do Banco Central. (IPCA). Vamos também explorar as correlações entre o índice de valor derivado dos aluguéis, ilustrado nos gráficos 5 e 6.

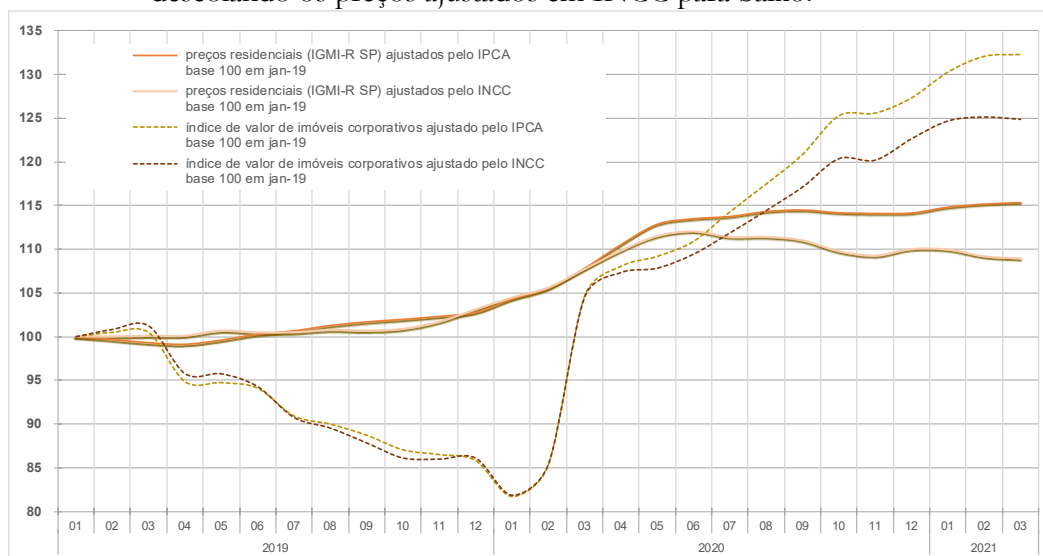
gráfico 7 no período | 2015-2019 |, deflacionados pelo INCC e IPCA, verificamos que os índices IGMI-R e o índice de valor de imóveis corporativos mantêm uma certa harmonia.



A harmonia visualizada nesse período de análise, poderia sugerir que, na ausência de efeitos econômicos adversos, seria razoável admitir o ajuste dos aluguéis por meio do IPCA, porque tenderia a acompanhar o crescimento do poder de compra no patamar dos custos de construção, desde que que terrenos e outorga venham a variar na mesma raiz.

Havendo especulação de preços de terrenos em situações anormais, como em São Paulo, fruto das limitações impostas pelo Plano Diretor Estratégico em vigor, pode acontecer um descolamento entre os preços residenciais praticados (pela imagem do IGMI-R) como também dos índices de valor de imóveis corporativos (segundo a construção nesta análise), o que podemos explorar na leitura dos mesmos movimentos no período | 2019-2021.3 |, segundo as imagens do gráfico 8.

gráfico 8 no período | 2019-2021.3 |, deflacionados pelo INCC e IPCA, verificamos que os índices IGMI-R e o índice de valor de imóveis corporativos mantêm uma certa harmonia até o primeiro trimestre de 2020, descolando os preços ajustados em INCC para baixo.



Mesmo considerando que preços de terrenos e outorgas, que não estão "dentro" do INCC, afetam preços de imóveis com uma defasagem de pelo menos doze meses, entre iniciar os investimentos no empreendimento e levá-lo ao mercado, os preços crescem mais em IPCA, do que em INCC, significando que os custos de construção estão acima do índice de inflação pelo IPCA. É razoável considerar que o crescimento do INCC acima do IPCA nesse intervalo é efeito causado pelos eventos adversos que ora afetam a economia.

Não é razoável, em outro sentido, pretender usar essa imagem como significando tendência, o que serve de redutor da ideia de que é necessário e obrigatório legislar de modo a proibir ajustes de aluguéis em IGP-M, forçando o mercado a usar IPCA.

5. Qual índice é razoável para ser aplicado nos aluguéis corporativos e residenciais.

Na situação presente, o chamado indexador dos aluguéis, o IGP-M, se move sob a pressão de efeitos adversos, notadamente câmbio e commodities, sem qualquer



REAL
ESTATE
RESEARCH
GROUP

NÚCLEO
DEREAL
ESTATE

ESCOLA POLITÉCNICA
DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
DEPARTAMENTO DE ENGENHARIA
DE CONSTRUÇÃO CIVIL

correlação relevante com o valor de imóveis corporativos, preços de imóveis residenciais e a remuneração justa pelo aluguel dos recursos investidos na sua implantação. Também verificamos problemas com matérias primas, como aço e cimento, que carregam o IGP-M, mas também o INCC.

Como contratos que estejam sob o regime BTS (os chamados contratos atípicos), devem ter uma discussão particular, daqui em diante excluimos os mesmos do âmbito dos comentários desta Carta ⁴.

Referência importante sobre ajuste de aluguéis é a legislação que autoriza ações revisionais em contratos de locação, de modo que, a cada três anos de contrato, é possível reequilibrar o preço dos aluguéis seguindo parâmetros evidenciados no mercado. Nesse sentido, como vimos nas diversas séries de dados de preços residenciais e valores de locação de imóveis corporativos, os parâmetros de mercado não acompanham o IGP-M, tendo, por lógica, vida própria, associada às variáveis do mercado.

Então, distorções podem aparecer somente dentro dos ciclos sucessivos de três anos, para um mesmo contrato, quando vai se renovando. Entendemos como distorções movimentos dos aluguéis forçados por índices inadequados para manter o equilíbrio entre a renda do investimento e a sua atratividade.

Aí resulta a questão central desta Carta: "o que é razoável indicar como remuneração atrativa dos recursos investidos nos imóveis corporativos". Certamente não é a maior possível, nem muito menos aquela que vincule o ajuste de valor a parâmetros fora do ambiente do real estate.

O mais razoável é associar o ajuste ao poder de compra da renda dentro do ambiente do real estate. Ou seja, o ajuste do valor dos aluguéis deveria "estabilizar" o seu poder de compra relativamente à evolução dos preços dos imóveis no mercado. Para isso seria necessário que estivessem disponíveis índices de preços de acesso público e validados pela sua estrutura e pelos mecanismos de captação das informações para a base de dados. Mas aí o assunto migra para questões legais, exigindo-se que o ajuste só possa se dar por meio de índices gerais de preços. Índices de preços de imóveis, ou de custos de construção não são índices gerais de preços e, se aplicados em contratos

⁴ Para ilustrar essa particularidade podemos usar o exemplo dos diversos BTS, cujos aluguéis são âncoras de emissão de CRIs, com reflexo de índices e periodicidade de ajustes, mas que acabam tendo vida isolada e que não devem ser alterados, por conta de se não quebrar a simetria dentro das securitizadoras.

sem apoio em legislação pertinente, seriam contestados.

Resta somente a alternativa de manter o IGP-M, ou forçar a migração para o IPCA, como ora se discute, inclusive por meio de proposta de legislação na qual figura a exigência. IGP-M ou IPCA não cumprem a condição de atratividade, porque são índices descolados do ambiente do real estate. O IGP-M carrega 10% do INCC, logo tem vínculo distante do preço dos imóveis, não somente pela proporção, mas também porque trabalha com o custo da construção, logo, não enquadra terrenos e outorgas, representantes de uma parcela relevante do custo de implantação de imóveis corporativos e residenciais. O IPCA, por sua vez, carrega 14,25% da conta habitação na matriz de orçamento familiar utilizada, sendo, entretanto, somente 7,12% de itens vinculados, como aluguel, iptu e materiais de construção na conta "reparos".

Do ponto de vista da atratividade, ajustando os aluguéis dentro de cada período de três anos, entre revisionais, o retorno dos investimentos nos imóveis alugados por investidor poderá estar descolado do movimento dos preços dos imóveis do mercado⁵, apresentando ganhos ou perdas relativos, não compensados na revisão do valor do aluguel, porque a ação revisional lê somente aluguéis e, ainda mais, no momento da revisão e não se reporta ao período dos três anos passados.

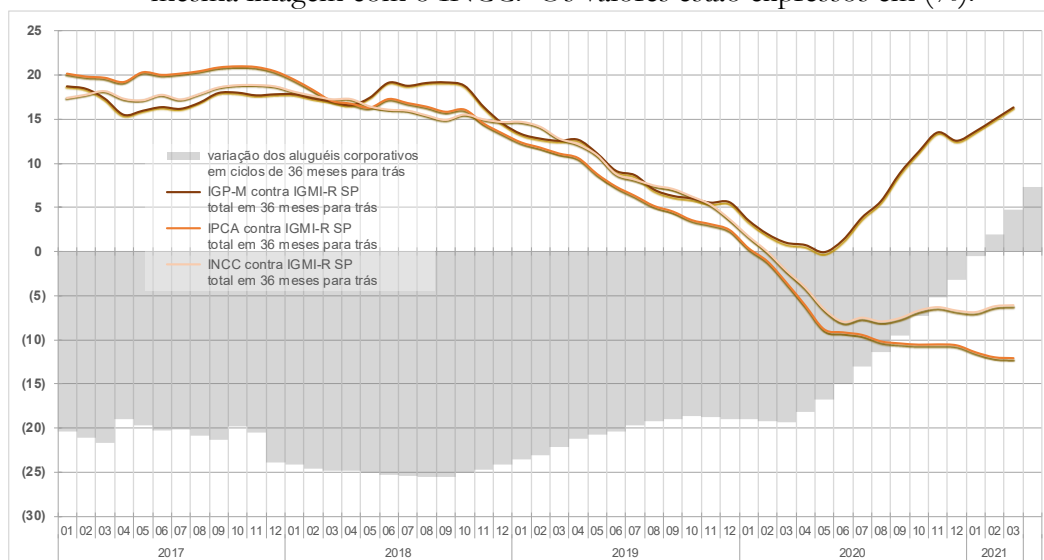
Para analisarmos o ciclo de três anos, é conveniente entender o grau de descolamento dentro do período entre o índice de preços e aquele escolhido para servir de ajuste, objetivando verificar eventuais desvios, sempre nos valendo de períodos que não estejam sob impacto de efeitos econômicos adversos.

No gráfico 9 aparece esta análise para o curto prazo (desde 2017, portanto abrangendo contratos que se iniciaram em 2014). Transparece que a soma dos aluguéis recebidos, seja quando ajustados pelo IGP-M ou pelo IPCA apresenta poder de compra superior dos movimentos de preços de imóveis no mesmo período, excluindo-se o período atípico a partir de março 2020.

No gráfico 10 podemos verificar que os aluguéis corporativos apresentaram perdas relevantes diante dos preços usando os intervalos de três anos, o que significa que o comportamento do mercado nesse período não permitiu que os investidores tivessem seu poder de compra reposto dentro do ambiente do real estate.

⁵ Não é razoável admitir a relação direta entre variação de aluguéis e de preços de imóveis.

gráfico 9 no período | 2014-2021.3 |, considerando ciclos de três anos dos contratos de locação, verificamos a soma (valores nominais, portanto) de ganhos e perdas mensais entre o reajuste contratual (IGP-M ou IPCA) e a variação dos preços pelo IGMI-R. Somente para ilustração, fazemos a mesma imagem com o INCC. Os valores estão expressos em (%).



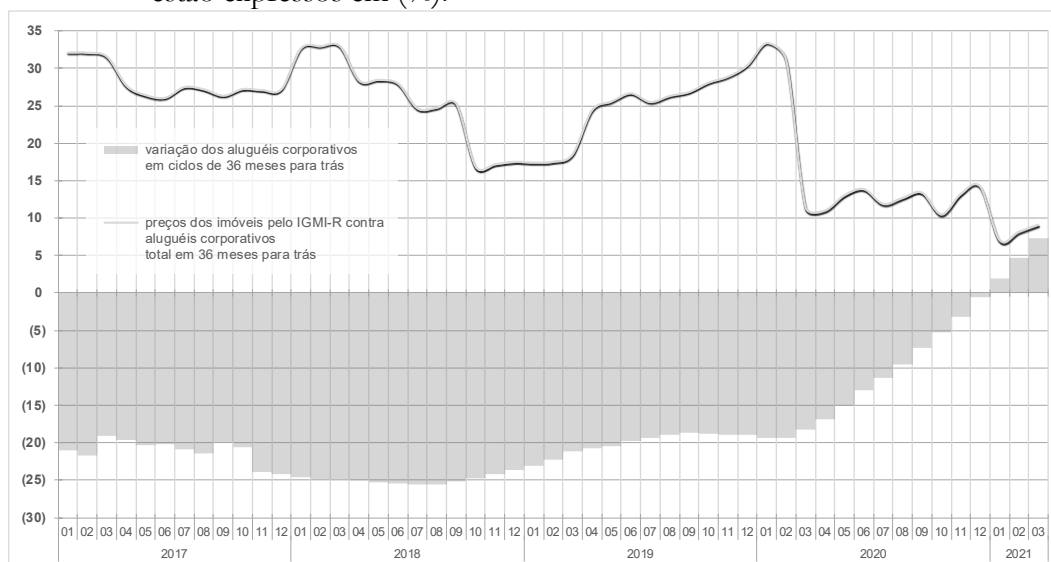
O que se percebe do gráfico 9 é que a soma dos alugueis contratados seguindo, seja o IGP-M ou o IPCA, olhando três anos para trás, supera largamente a variação dos preços no período pelo IGMI-R, enquanto os alugueis corporativos, olhando os extremos de cada ciclo de três anos, caem, verificando-se somente movimentos invertidos já dentro de 2020 e 2021, aí sob efeito de eventos econômicos adversos.

Já o gráfico 10 mostra, nesse mesmo intervalo de tempo e em valores nominais, uma perda sensível de poder de compra dos alugueis recebidos contra o crescimento de preços dos imóveis. Ou seja, a questão está vinculada mormente às curvas de alugueis e preços que têm se movimentado assimetricamente, do que a índices de reajuste adequados.

O que fica realçado analisando esse ciclo dos mercados e da economia é que o mercado vem superando essa questão do descolamento do IGP-M na sua raiz – ou seja, nos alugueis praticados - ficando os conflitos para os contratos em andamento que mergulharam nesse período atípico. Mas esses contratos que acabaram enviesados, vestidos de valores acima do mercado, se não forem atípicos, deverão retornar à base

de mercado já na primeira renovatória, de modo que a simetria tende a ser alcançada.

gráfico 10 no período | 2014-2021.3 |, considerando ciclos de três anos dos contratos de locação, verificamos a soma das variações (valores nominais, portanto) de preços de imóveis pelo IGMI-R supera as variações dos aluguéis de ponta a ponta pelos valores praticados no mercado. Os valores estão expressos em (%).



Concluindo quanto à utilização de índices gerais de preços.

(i) O mais adequado seria usar um índice de preços que fosse confiável e de acesso público, o que eliminaria a assimetria entre a receita de aluguéis em reais e seu poder de compra no ambiente do real estate. Mas essa hipótese exigiria amparo legal e a apuração de índice adequado e de domínio público.

(ii) Já que dispomos de duas alternativas que podem ser utilizadas sem barreira legal, quando verificamos os comportamentos em ciclos mais longos, em períodos imunes à grande atipicidade da atual conjuntura, analisaremos a hipótese de usar IPCA (gráfico 11) e IGP-M (gráfico 12), explorando a correlação de cada índice com o INCC.

Ainda que o INCC contemple exclusivamente custos de construção, nos gráficos 11 e 12, ilustramos o movimento dos índices de preços em pares e mostramos o descolamento contra o INCC em ciclos sucessivos de 12 meses, que é o ciclo legal de

ajuste de aluguéis⁶.

(iii) Analisando em ciclos longos, para julgar se, no passado, teriam ocorrido compensações relativamente aos movimentos em ciclo de 12 meses, encontramos as médias do quadro abaixo.

descolamento % média anual	2014.01	2019.12	2019.12	2021.3	2014.01	2021.3
IPCA acima do INCC	0,29%		-4,72%		-0,61%	
IGPM acima do INCC	0,49%		13,88%		2,70%	

Por meio das velocidades médias de variação dos índices, verifica-se que, em conjunturas da economia não afetadas por eventos adversos (2014-2019), a variação dos índices IPCA e IGPM mostrou-se acima do INCC. Então, o uso de qualquer deles para ajustar o retorno do investimento por meio dos aluguéis representaria uma proteção contra os custos de construção, ainda que não seja possível determinar se esse descolamento tenha sido suficiente para cobrir a variação dos custos de terrenos e outorgas.

No período afetado pela conjuntura atual (2020-2021.3), ajustes pelo IPCA teriam provocado perdas de poder de compra dos retornos, contra o crescimento dos custos de construção pelo INCC, sendo que o ajuste pelo IGP-M terá levado a uma folga considerável.

Fazendo as velocidades médias desde 2014 até 2021.3, ainda se verifica a influência da forte variação do INCC a partir de 2020, contra o uso do IPCA e recomendaria o uso do IGP-M para fazer a compensação.

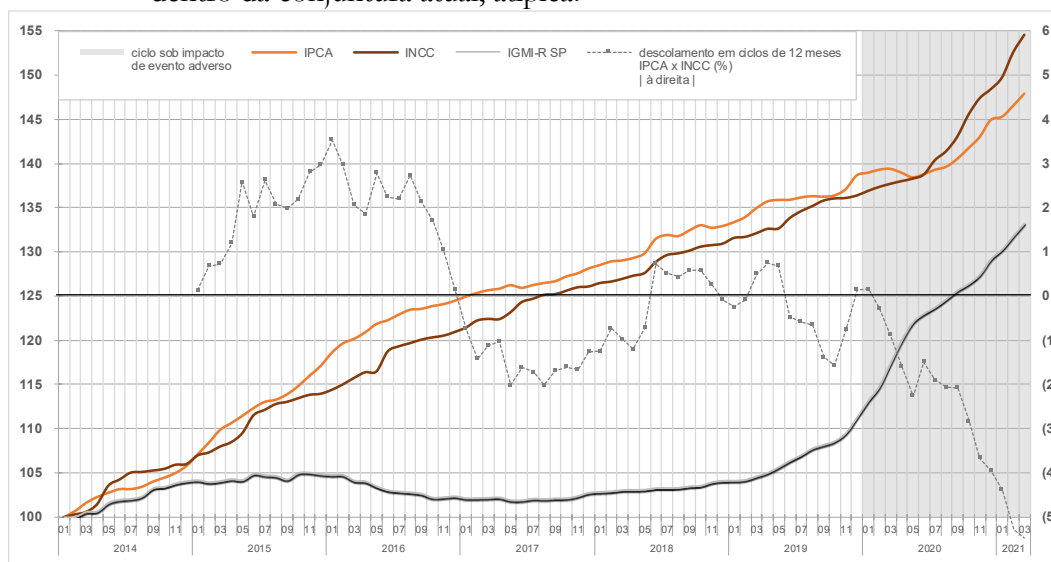
De outro lado, quando medimos descolamentos em ciclos discretos de 12 meses, equivalentes aos giros dos contratos de locação na imposição de fatores de ajuste, encontramos o que se espera: a velocidade de descolamento não é constante, nem harmônica, o que faz o poder de compra dos retornos tomado pelo patamar do INCC estar em certos ciclos acima e em outros abaixo da sua variação, quando comparamos reajuste de aluguéis pelo IPCA (gráfico 11) ou IGP-M (gráfico 12).

Nesse sentido, seja qual for o índice de referência, não há qualquer garantia de proteção

⁶ Esse é um problema que não há como superar, não havendo índices de preços disponíveis. Há problemas também de regionalização, de sorte que índices gerais de custos ou de inflação, como INCC e IPCA, tratam da matriz nacional sob pesos calibrados, não sendo possível superar a não regionalização do índice.

do poder de compra dos retornos de aluguéis dentro do ambiente do real estate.

gráfico 11 no período | 2014-2021.3 |, verificamos a correlação entre INCC e IPCA, com o destaque forçado pelos eventos adversos atuais. As curvas iluminam a imagem da velocidade média do descolamento já indicada no quadro como baixa em período de andamento da economia sem impacto de eventos adversos, em favor do IPCA contra o INCC, intensificando dentro da conjuntura atual, atípica.



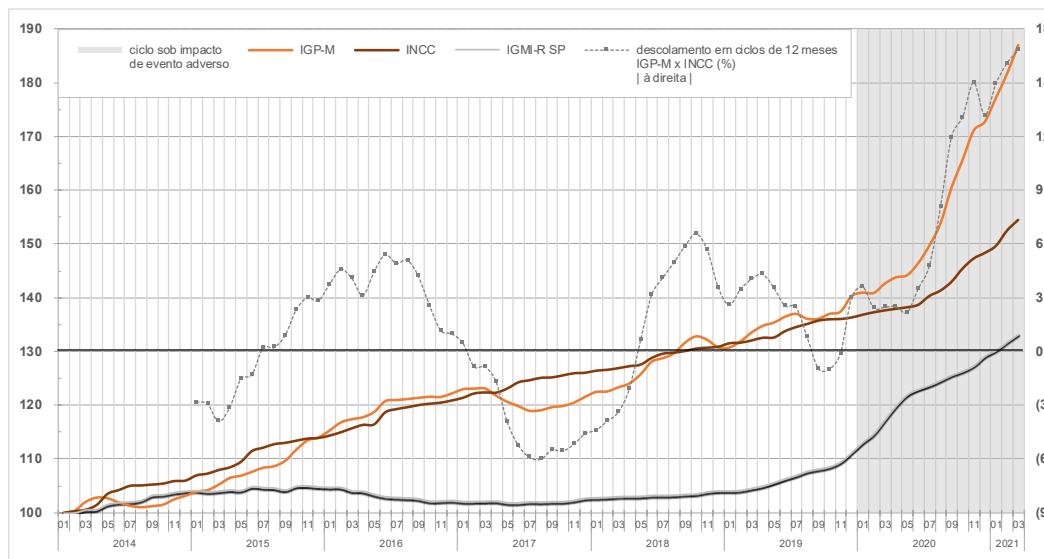
Como verificamos nesse gráfico 11, pela medida do descolamento em ciclos sucessivos de 12 meses, o IPCA provocaria ajustes acima do INCC de 2014 até o final de 2016. Entre 2017 e meados de 2018 o INCC está acima do IPCA. Entre meados de 2018 e 2019 verificamos IPCA acima do INCC. De meados de 2019 até o final do ciclo em análise, a variação do INCC em ciclos de 12 meses, já sob efeito de eventos adversos, está sensivelmente acima do IPCA.

Ou seja, mesmo que, pela velocidade média entre 2014 e 2019, a medida indique que o IPCA teria protegido os aluguéis contra o INCC, contratos de locação específicos apresentariam perdas e ganhos no mesmo horizonte. Isso enfatiza que a escolha do fator de ajuste de aluguel pelo IPCA deixa um risco ao investimento de que o poder de compra do retorno do investimento pelos aluguéis se mantenha íntegro. Esse é um risco não mitigável.

Fazendo no gráfico 12 a mesma verificação sobre o comportamento do IGP-M no seu

descolamento contra o INCC, encontramos a velocidade média indicando sempre haver proteção, em favor do poder de compra dos retornos, mas, tratando dos ciclos de 12 meses de ajuste dos contratos, também verificamos alguns passos de perda.

gráfico 12 no período | 2014-2021.3 |, verificamos a correlação entre INCC e IGP-M, com o destaque forçado pelos eventos adversos atuais. As curvas iluminam a imagem da velocidade média do descolamento já indicada no quadro como protetora da preservação do poder de compra pelo INCC em período de andamento da economia sem impacto de eventos adversos, em favor do IGP-M contra o INCC. Dentro da conjuntura atual, atípica permanece a proteção, mas a um patamar de descolamento muito elevado relativamente à média do ciclo econômico sem efeito adverso evidenciado.



Na análise post-facto relativa ao descolamento do IGP-M como indexador de aluguéis contra o INCC, apesar de verificarmos no quadro uma velocidade média sempre favorecendo a proteção do poder de compra dos retornos, quando detalhamos ciclos de 12 meses ainda verificamos inversões, até acentuadas, como no período 2017-meados de 2018. Comparando a intensidade dos descolamentos, IGP-M contra INCC apresenta uma configuração mais errática do que IPCA contra INCC, o que é de se esperar, tendo em vista o impacto do índice de preços ao produtor (60%) na formação do IGP-M, que é derivado de preços que não tem qualquer alinhamento com os custos de construção e com o preço dos imóveis.



Ou seja, ainda que se verifique, nesta conjuntura atípica, que o IGP-M protege com folga os retornos, relativamente ao seu poder de compra contra o INCC, sabemos que esta proteção não deriva de uma correlação entre os dois índices, mas do impacto mais acentuado de fatores atípicos no IGP-M do que no INCC. Da mesma maneira que discutimos quanto ao IPCA, a escolha do fator de ajuste de aluguel pelo IGP-M também deixa um risco ao investimento de que o poder de compra do retorno do investimento pelos aluguéis se mantenha íntegro, constituindo-se em risco não mitigável.

Se admitirmos:

- (i) a justa premissa de que o fator de ajuste dos aluguéis deve ter a função de repor o poder de compra dos retornos por meio dos aluguéis relativamente aos movimentos de preços dos imóveis;
- (ii) a verificação de que IPCA ou IGP-M não são eficazes nesse sentido em ciclos curtos de 12 meses, que são os intervalos contratuais de ajuste;
- (iii) mas que, a hipótese de ajuste dos aluguéis aos padrões de mercado, em revisionais a cada 36 meses acomoda essa situação, sem, entretanto, repor perdas do período vencido nem garantir estabilidade no vindouro;

concluimos que o investimento em imóveis para renda apresenta um risco implícito, diante da premissa (i), para o qual não há meios de mitigação. Adotar o IGP-M, cuja tendência, em ciclos longos, é estar acima do IPCA (de 2014 até 2019 a velocidade média de descolamento do IGP-M contra o IPCA foi de 0,20% equivalente média anual) apresenta aparente proteção mais elevada. Todavia, em intervalos mais curtos a situação pode se inverter, enfatizando-se que a volatilidade da variação do IGP-M é mais alta que a do IPCA, como mostram os gráficos 11 e 12.

Uma hipótese razoável para equilibrar as pressões sobre os inquilinos é usar IGP-M e impor um teto de variação, com base no INCC, por exemplo, o que seria válido, mas não há como impor um piso, porque seria descartado diante da legislação. O limite inferior parece ser o que praticamente todos os contratos contemplam - que o fator de ajuste será equivalente à variação positiva do IGP-M.

Essa questão impõe um dilema cuja resposta só se resolveria se fosse possível usar índices de preços de imóveis para ajustar aluguéis de imóveis, como enfatizamos no correr desta Carta.