

São Paulo, 09 de junho de 2022

FÁBULAS MODERNAS
Prof. Dr. João da Rocha Lima Jr.
Profa. Dra. Eliane Monetti
Prof. Dr. Claudio Tavares de Alencar

Primeira - na indústria

1. A China decide pelo lockdown completo em uma região na qual está instalada uma fábrica de componentes eletrônicos utilizados em veículos por uma montadora no Brasil. A produção interrompida atrasa a entrega programada desse componente, até um limite que acaba o estoque da montadora brasileira.
2. A fábrica, quando volta a produzir, computa os custos da paralização e imputa nos preços da nova remessa do componente, pretendendo manter esse patamar até acumular resultados capazes de cobrir as contas da paralização. Afinal os empregados continuaram sendo remunerados no ciclo de lockdown, leasing das máquinas continuou sendo pago, aluguel do imóvel industrial e outras contas estratégicas não paralisaram no período. Ainda mais, o pagamento dessas contas sem contrapartida de receita consumiu capital de giro, de modo que a fábrica teve que se valer de empréstimo para repor a condição operacional, cujos juros serão mais um fator de aumento do preço dos produtos vendidos.
3. Mas os portos também ficaram fechados na China. Quando a empresa providencia o embarque para o Brasil, a cliente montadora encontra essa situação: fila

de navios, que vai atrasar o embarque, e o custo do container que subiu, porque a empresa proprietária encaixa uma conta de paralização semelhante à da fábrica do componente. O preço de chegada vai carregar mais esse aumento de custo. Quando chega no Brasil o preço do produto é taxado por impostos marcados por uma porcentagem sobre o preço de importação somado ao custo do transporte, o que potencializa o aumento do preço.

4. A montadora esteve com a produção paralisada enquanto não recebia o componente. Desse modo valem para ela as mesmas considerações que para a fábrica chinesa. O carro vai custar mais caro por conta dos custos dos insumos e pelos fatores vinculados à paralização e ao consumo de capital de giro.

5. Estendendo esse exemplo pelos vários segmentos da economia, seja por causa de insumos importados, ou por pressões internas idênticas, lockdown provocou inflação no Brasil? Aliás, como o mundo praticou essa política, há um vetor de inflação instalado em todas as economias mundiais, que autoalimenta o sistema de preços, porque as trocas comerciais são disseminadas.

6. Diante dessa conjuntura:

i. onde entra o componente taxa referencial de juros (Trj) nessa equação? Em primeiro lugar, no custo dos produtos;

ii. o componente Trj tem algum papel como freio da demanda? Não há pressão de demanda nessa fábula. O mercado de veículos novos está equilibrado, mas, vendido à vista ou financiado, ocorrerá um freio, porque o mercado não suportará o peso do preço (compra à vista) contra a sua poupança que ficou estática, ou (compra financiada) na renda. A renda não deverá ter sido ajustada pela inflação no mesmo ritmo do aumento dos preços. Essa defasagem poderá até ser compensada mais adiante. Então, o mecanismo que a montadora usará para equilibrar a capacidade de pagar do mercado com o novo preço, vendendo financiado, será dilatar o prazo de financiamento. O

componente juros afeta a prestação do financiamento e o mercado se reequilibra com a dilatação dos prazos. Esse fator de freio não tenderá a provocar redução do preço do veículo.

Se questionarmos pensadores da macroeconomia sobre essa fábula, dentre os adeptos das escolas que creditam aos temas econômicos leis da natureza até com raízes matemáticas, ouviremos a receita de que a taxa referencial de juros deve ser aumentada para controlar o aumento de preços¹. Se ouvirmos alguns dos seus discípulos muito aplicados, podemos encontrar frases: i. o BC brasileiro se adiantou aos outros do mundo, dando partida à curva de juros para cima, ou ii. afinal o Fed acordou e aumentou a taxa referencial.

Razoável argumentar, entretanto, que se trata de uma questão comportamental, que poderia encontrar respostas nos agentes econômicos envolvidos na fábula: o produtor do componente, o transportador e a montadora. Caso em algum nó da rede de trocas um produtor perceber dificuldade de colocar o produto pelo preço alavancado, é adequado admitir o comportamento de re-precificar, o que não significaria, nesta fábula, baixar o preço, mas alterar o raciocínio sobre o prazo de recomposição das perdas do ciclo lockdown e o prazo para liquidar o financiamento para a reposição do seu capital de giro. Qual papel a taxa referencial de juros representa nesse processo? O pior, ou seja, incrementa um dos fatores de custo, sem contribuir para quebrar a corrente inflacionária.

¹ O raciocínio teórico simplificado é: i. Trj para cima; ii. incentivo às aplicações financeiras; iii. menos recursos para transações; iv. pressão de oferta; v. preços para baixo; vi. controle inflacionário. Mas, mesmo nessa simplificação, aplicações financeiras significam juros na conta de capital de giro ou de investimentos de algum produto ou negócio, empurrando custos para cima, logo preços para cima. Os recursos que fogem das transações não ficam, por óbvio, entesourados.

Segunda - no real estate

1. A construção de edifícios residenciais no Brasil tem sido afetada por pressões inflacionárias que têm caráter estrutural-custos crescentes. Passado o ciclo dos lockdown, a escala de produção de insumos é inferior à demanda e os industriais procuram recuperar as perdas de 2020/2021 carregando nos preços um excedente de margem para repor sua condição financeira desestabilizada a partir de 2020. Os custos da perda de produtividade e o consumo de capital de giro pela compressão de margens agem no mesmo sentido: o de promover aumento do preço de oferta de insumos. No caso de cimento e aço ainda temos a questão dos preços internacionais, que espelham a inflação mundial, em roteiro equivalente ao da primeira fábula.

2. As empresas vendidas no programa CVA têm receitas travadas em reais e custos que deveriam estar com algum prognóstico de inflação, mas é seguro afirmar que, na maioria dos casos, a expectativa estava abaixo da inflação corrente. Logo, nesses casos, a inflação consome margem e eventualmente capital de giro. Taxa referencial de juros (Trj) para cima aumenta o custo de eventuais recursos financiados, consumindo margem. A Trj não produz qualquer efeito de redução de preços.

3. As empresas que estejam programando empreendimentos no CVA devem estar paralisadas à espera de aumento nos preços de referência em reais, com a expectativa de que venham a cobrir custos para cima e repor as margens. Não há qualquer efeito direto da Trj sobre os preços. O efeito indireto estará sobre a taxa de atratividade para investir, mas, no CVA, os balizadores da qualidade do empreendimento são a margem e os riscos, uma vez que o investimento é de pequena proporção diante do VGV.

4. Os empreendimentos em andamento para as famílias de renda média financiados no SFH rebatem o INCC para os compradores, sendo que a Trj não é parte dessa equação. A segunda equação diz respeito ao financiamento de aquisição, esse sim afetado pela Trj. Trj para cima pode provocar o desenquadramento dos compradores,

gerando um ritmo danoso de distratos, como já se verificou em passado recente. Uma das formas de amortizar esse efeito é o empreendedor aceitar ajustes abaixo do INCC, para que a renda do comprador seja enquadrada na prestação do financiamento, mais elevada do que era a estimativa original, quando o empreendimento foi vendido “na planta”. Isso não baixa os preços dos imóveis. O que ocorre é o empreendedor aceitar uma perda de margem, para “sair” do empreendimento, retomar capacidade de investimento e embarcar em novos empreendimentos.

Para os novos empreendimentos, a baliza de preço já computa o custo presente, de modo que o perfil da oferta no mercado se ajusta à capacidade de compra do mercado alvo. A implicação direta é perda de qualidade relativa, seja na localização (terrenos mais baratos), nos acabamentos (inferiores), como nas dimensões (unidades menores para a mesma classe de renda familiar).

Qual foi o efeito do aumento da Trj nesse segmento de mercado? Sobre os preços nenhum. Mas provoca um freio de demanda, que não repercute na estrutura dos preços do mercado competitivo.

5. Os aluguéis de edifícios comerciais não apresentam nenhuma relação com o patamar de Trj, enquanto indutora de preços. O retorno dos investimentos via aluguéis, nos fundos imobiliários, por exemplo, tem vínculo com a taxa de atratividade dos investimentos, mas analisada em longo horizonte. O perfil dos aluguéis praticados no mercado está associado ao vigor da economia, vazios verificados e patamar da oferta. O efeito da Trj nesse segmento é induzir uma taxa de atratividade mais elevada, o que prejudica a precificação dos ativos, seja dos edifícios, como de cotas de fundos, por exemplo. Mas não tem efeito sobre os aluguéis, provocando somente uma deterioração de valor nesse ambiente de investimento.

6. Os novos edifícios corporativos estão “na prateleira”, uma vez que não é atrativa a relação do aluguel de mercado contra o valor dos edifícios aos custos presentes e às

taxas de atratividade balizadas na Trj presente. Mesmo entendendo que a taxa de atratividade para investimento em real estate para renda deve estar baseada nas taxas de longo prazo (títulos do tesouro Ipca+) essas são afetadas pela Trj, logo a nova oferta deve se resumir a pequenas frações do que é o mercado. Taxas de vacância ainda elevadas, com sustentação no que significará no longo prazo o efeito home-office, recém-descoberto, também empurram a oferta potencial para a prateleira.

O patamar da Trj é inibidor de preços de aluguel? Não. É até razoável considerar que seja fomentador de uma intenção de elevar o patamar de preços para levar as rendas para mais perto da Trj.

Questões

Seguindo essas evidências da conjuntura presente, que podem ser levadas para outros segmentos da economia, desde os produtos agrícolas até os manufaturados e alguns dos segmentos de serviços, com a consideração de que é evidente que o aumento da Trj empurra os preços para cima, é de se perguntar: “se os aumentos de preços verificados hoje são fruto de situações dentro das empresas e dos mercados provocadas por aumentos de custos, dentre os quais a Trj é componente relevante, levar a Trj para cima resultará em recrudescer a inflação ou em aplacá-la?”

Ou ainda “se a Trj para cima potencializa o aumento de custos, a boa razão para usar essa estratégia é sufocar as empresas por meio da diminuição da capacidade de aquisição do mercado (aqui com realce para o real estate), de modo que elas operem com margens muito baixas ou até com prejuízo?” Se essa for a estratégia, a pergunta decorrente será: “quem se responsabilizará pelas quebras, ou pela perda implícita da atratividade em produzir e gerar riqueza, desorganizando um sistema que já padece de uma conformação instável por conta dos outros fatores que pressionam os custos dos insumos?”