

São Paulo, 16 de março de 2022

INVESTINDO SOB DOMÍNIO DO MEDO - II

Prof. Dr. João da Rocha Lima Jr.

Em artigo de 24 de fevereiro, ponderamos sobre como investir avesso a risco, citando que a renda fixa promove uma proteção que não é medida adequadamente pelos investidores e procuramos exaltar a proteção implícita nos investimentos imobiliários para renda, sempre que aplicados sobre preços adequados diante da expectativa de renda adiante. Resulta evidente que investir em imóveis para renda, particularmente em FII, como comentamos, exige uma crítica severa sobre o preço da cota.

Neste artigo voltamos à questão da renda fixa, para ilustrar que a proteção quanto ao valor do investimento (seu poder de compra) está submetida a variação em função do patamar de inflação adiante. Se a inflação cresce, a proteção cai, porque o imposto de 15% (investimentos acima de 24 meses, para simplificar) é aplicado sobre o ganho nominal em reais, logo paga-se 15% de imposto sobre o ajuste inflacionário no valor de face do título Ipcas+.

1. Neste dia, às 12:00, encontramos os seguintes parâmetros para títulos públicos: LTN-vencimento 2025 (tesouro pré-fixado), renda 12,40% ano; NTN-B (tesouro Ipcas+) mais próxima, vencimento 2026, renda 5,62%, o que indica uma inflação implícita prognosticada de 6,42%.

O Boletim Focus da última sexta-feira trás os prognósticos do quadro 1:

quadro 1

Boletim Focus, divulgado dia 14 de março de 2022

	2022	2023	2024	2025
inflação final de ano	6,45%	3,70%	3,15%	3,00%
taxa referencial de juros	12,75%	8,75%	7,50%	7,00%

(*) notar que a inflação implícita está alinhada com o relatório Focus para o primeiro ano, mas não com a média do horizonte. Ou seja, para a taxa Ipcas+ de 5,62%, a taxa nominal deveria ser sensivelmente menor.

Admitamos que o investidor se sente protegido em aplicar em um título Ipcas+ a esta taxa de 5,62%. Se a aplicação for de 48 meses, com os parâmetros do Focus e considerando o imposto de 15% sobre o resgate nominal do título, a taxa efetiva da aplicação será de 4,35% acima da inflação pelo Ipcas.

Se, no entanto, a taxa de inflação crescer nos anos 2023 até 2025, admitindo que o Focus “acertou” o Ipcas de 2022, a taxa efetiva cai, porque o investidor paga imposto sobre a inflação, já que é cobrado sobre o resgate nominal. Por exemplo, se considerarmos os cenários de inflação crescente moderada e agressiva, como no quadro 2, a taxa efetiva indica ganho de poder de compra inferior à expectativa.

quadro 2

taxa efetiva indo ao resgate em 2025 para diferentes cenários

		2022	2023	2024	2025
inflação final de ano	Focus	6,45%	3,70%	3,15%	3,00%
taxa efetiva					4,35%
inflação final de ano	cresce longo	6,45%	5,00%	6,00%	7,00%
taxa efetiva					4,14%
inflação final de ano	explode longo	6,45%	5,00%	10,00%	12,00%
taxa efetiva					3,93%

1.1. Mas o investidor pode transacionar o título antes do resgate. Admitindo esse

investimento e que o investidor saia antecipado, considerando a diferença de impostos e que a saída se dê na curva de expectativa de inflação dos três cenários indicados no quadro 2, ocorre o que ilustramos no quadro 3. Ou seja, ainda haverá proteção, ainda que a uma taxa modesta, comparando com aquelas que podemos inferir dos investimentos em cotas de FII (ver quadro 4).

quadro 3

taxa efetiva para diferentes cenários e momentos de saída					
saída em (meses)		12	24	36	48
cenário	Focus	5,16%	5,42%	4,87%	4,35%
	cresce longo	5,16%	5,14%	4,58%	4,14%
	explode longo	5,16%	5,14%	4,24%	3,93%

2. Como vários FII estão negociados na B3 abaixo do valor patrimonial da cota (VPc), corre a ideia de que, sem dúvida, oferecerão um ganho especulativo adiante. A resposta a essa verdade é: talvez e quando?

Adotemos o exemplo de FII de portfolio imobiliário, cuja cota de valor patrimonial (VPc) 1000 está negociada na B3 a 800 (VMc) e vem entregando uma renda equivalente anual de 8,0% do valor de mercado.

Sem alteração dos aluguéis e das despesas operacionais do FII (taxa de administração, despesas correntes, taxas CVM, B3 e Anbima), a renda proporcionada para o investidor (RODI) será estabilizada nos 8,0% sobre o valor de VMc ajustado anualmente pelo patamar de inflação. Ou seja, os aluguéis, as despesas e o valor VMc corrigem na mesma proporção do IpcA, de modo que a relação RODI/VMc fica estabilizada.

2.1. Na curva de inflação Focus, a taxa de retorno para saída do investimento em

5 anos será nominal de 11,45% anual equivalente depois de impostos e a efetiva refletirá os mesmos 8,0% do dividendo proporcionado pelo RODI.

Admitindo que a precificação da cota no mercado seja fundamentada não em taxa de retorno¹, mas em “acquisition cap rate-Acr”, ou seja em taxa de renda anual, para manter os mesmos 8,0% de Acr, os aluguéis deveriam crescer 25% (8,0% de 800 para 8,0% de 1000) acima da variação do Ipcá.

Então, explorando a hipótese de ganho especulativo. Só ocorrerá seguindo duas hipóteses: (i) - os aluguéis sobem a uma taxa expressiva ou (ii) - a taxa referencial de juros cai.

A subida do patamar de aluguéis do mercado² não impacta diretamente o RODI dos fundos, porque os contratos estariam vigendo em patamares de mercado atrasados e só serão revisados em ciclos de três anos para cada contrato, mesmo assim sujeitos às pressões de negociação para não gerar vazios, cujos custos de reposição acabam gravando mais o RODI do que algum desconto contra as evidências de mercado.

Taxa referencial de juros para baixo, seguindo o Focus (quadro 1), é para o final de 2023 e adiante.

Para identificar os preços e renda disponíveis hoje entre os maiores fundos de escritórios corporativos, listamos no quadro 4 dados dos dezoito de maior valor de

¹ Isso é um erro grave, mas devemos considerar que é uma prática disseminada. Se a precificação fosse feita no mercado pela expectativa de taxa de retorno, a necessidade de crescimento dos aluguéis para atingir essa condição de valor (800 para 1000) seria mais elevada.

² O patamar atual é inadequado contra os custos de reprodução, logo, baixando a taxa de vacância, é razoável esperar elevação. Mas, na conjuntura atual não divisamos um salto no curto prazo.

mercado.

quadro 4

	valor de mercado / valor patrimonial	dividendos 12 meses RODI / valor de mercado	dividendos 12 meses RODI / valor patrimonial
1	0,91	6,57%	5,98%
2	0,63	8,57%	5,40%
3	0,65	8,63%	5,61%
4	0,74	9,04%	6,69%
5	0,78	10,73%	8,37%
6	0,88	7,54%	6,64%
7	0,86	12,09%	10,40%
8	0,98	8,07%	7,91%
9	0,69	10,92%	7,53%
10	0,65	10,30%	6,70%
11	0,63	7,60%	4,79%
12	0,96	5,88%	5,64%
13	0,53	4,47%	2,37%
14	0,71	10,96%	7,78%
15	0,75	9,47%	7,10%
16	1,01	6,66%	6,73%
17	0,79	9,44%	7,46%
18	0,74	8,19%	6,06%
média	0,75	8,53%	6,41%
VP desses fundos	R\$ 19.436.238.117	74,92% do mercado de FII com esse perfil de portfolio	

base de dados do Clube FII,
extraídos em 16 de março de 2022