

Trump, Volatilidade e Opções Reais

Márcio G. P. Garcia¹

Uma vez mais, Trump anunciou na semana passada novas tarifas para diversos países. O Brasil foi o mais afetado, com uma tarifa geral de 50% sobre nossas exportações aos EUA. Para piorar ainda mais, Trump justificou a tarifa punitiva como uma resposta a decisões soberanas do judiciário brasileiro das quais ele discorda, o que é inaudito no relacionamento entre dois países democráticos..

O mercado financeiro no Brasil reagiu, com o dólar subindo e a bolsa caindo. Mas foram movimentos menores tendo em vista a magnitude do aumento das tarifas, anteriormente fixadas em 10% para o Brasil, exceto para alguns produtos, sobre os quais incidiam tarifas mais elevadas. De novo, acredita-se que Trump voltará atrás, como tem feito com frequência. Chegou-se mesmo a criar a expressão “TACO trade” (em tradução livre, estratégia TAS, Trump Arrega Sempre), que sugere aproveitar a queda dos preços, logo após o anúncio das tarifas, para comprar ações e de outros ativos de risco, vendendo-os quando as elevações de tarifas são postergadas ou mesmo canceladas, e o mercado volta a subir.

A política econômica de Trump tem vários outros aspectos muito nocivos para os EUA e para o mundo, como a enorme expansão fiscal contida na recém-aprovada Grande e Bela Lei (Big Beautiful Bill), que deverá aumentar a inflação nos EUA, onde a economia anda ainda muito aquecida. A deportação e a intimidação de trabalhadores, muitas vezes com requintes de crueldade, tendem a elevar significativamente o custo da mão de obra, dado o aquecimento atual do mercado de trabalho. O que também aumentará a inflação..

Impressiona, ademais, como Trump parece gostar de criar volatilidade. E volatilidade é sabidamente deletéria para o crescimento econômico. Uma forma elucidativa de entender isso é por meio da teoria das opções reais.

A análise de investimentos tradicional é feita projetando-se fluxos futuros de receita e despesa, para então se calcular o Valor Presente Líquido (VPL) do projeto. Mas no mundo real, com suas múltiplas incertezas, a decisão de investimento tem de ir muito além desse cálculo simples. A teoria das opções reais reconhece que em projetos de investimento há flexibilidades gerenciais que criam valor além do que é capturado pelos métodos tradicionais como o Valor Presente Líquido (VPL). Dentre tais flexibilidades, destaca-se a de adiar o investimento, ou seja, a opção de esperar. Tal opção, apreçada com o uso de modelos de finanças, torna-se particularmente valiosa em momentos de grande incerteza, como o atual.

Como se aprende em finanças, o valor de uma opção aumenta com a volatilidade do ativo subjacente. No caso da opção de esperar, é a volatilidade do valor dos fluxos de caixa (da taxa de retorno) do projeto de investimento, que é afetado por múltiplas incertezas. Como um empresário nos EUA pode ter ideia da lucratividade de uma nova fábrica? Será protegido da competição externa pelas tarifas, ou serão elas de novo reduzidas? Seus insumos importados

¹ Professor Titular, Departamento de Economia da PUC-Rio, Pesquisador Afiliado da MIT Sloan School of Management, Pesquisador Sênior do CNPq e Cientista Nosso Estado da FAPERJ, escreve mensalmente neste espaço. (<https://sites.google.com/view/mgpgarcia>).

serão ou não submetidos a tarifas? Qual o custo da mão de obra quando tantos trabalhadores são extraditados? As volatilidades de todos esses fatores se somam para tornar muito atrativa a opção de esperar, atrasando ou cancelando vários investimentos. E, com pouco investimento, a economia fraqueja.

É fato que até agora não se registrou nem desaceleração significativa, nem grande aumento da inflação nos EUA. Mas isso pode apenas indicar que não houve tempo suficiente desde o “Liberation Day” (2/4/2025), quando foi anunciado o tarifaço, para que os efeitos nocivos se façam sentir. As decisões de investimento que estão sendo postergadas hoje terão efeito no futuro, não agora.

Um processo semelhante, embora não tão longo, se dá com o repasse das tarifas para a inflação. Muitas das tarifas já estão sendo cobradas, mas o impacto sobre a inflação parece ainda incipiente. É bem possível que muitos empresários tenham adiantado suas encomendas e ainda possam vender pelo preço antigo.

É importante ter em conta que a empresa que aumentar preços primeiro vai perder participação no mercado (market share). É provável que muitas empresas estejam represando o repasse das tarifas com medo de perder participação nos mercados em que atuam. Mas, tal como no caso dos estoques com preços antigos, o represamento dos repasses não vai durar muito tempo. E, quando o competidor mais fraco repassar o custo das tarifas, os demais começarão a fazê-lo muito mais rapidamente. Parafraseando o que dizia o economista Rudiger Dornbusch sobre crises econômicas, o aumento da inflação por conta do tarifaço de Trump pode levar muito mais tempo para chegar do que você pensa, e então acontecer de forma muito mais rápida do que você imagina.

Em cenário tão incerto, o melhor a fazer é tentar negociar o que for possível para reduzir as tarifas, e se preparar para dias piores. E o nosso calcanhar de Aquiles macroeconômico continua a ser a política fiscal, com déficits elevados e dívida pública em trajetória insustentável. Não seria nada bom que os desastres econômicos de Trump servissem como desculpa para deixarmos de cuidar das nossas fragilidades.