



**FUNDOS DE INVESTIMENTOS IMOBILIÁRIOS
SAINDO DA INFÂNCIA
A ONDA DE 2015-2018**

Prof. Dr. João da Rocha Lima Jr.

1. Preliminares

Investimentos conservadores na economia moderna, baseados em portfólios de imóveis para renda é tema para investidores profissionais dispostos a fazer grandes concentrações de recursos nesses ativos - falamos da casa de centenas de milhões de dólares. Conceitualmente, trata-se de um modelo ultrapassado.

Atualmente, mesmo grandes investidores corporativos estão transferindo seus portfólios para REITs, como é o exemplo do grupo Accor em 2017. É expressivo o volume de recursos privados investidos nesse modelo. Segundo dados da EPRA (European Public Real Estate Association) as posições securitizadas listadas estão em volume próximo a 3,5 trilhões de dólares, correspondendo a uma fração expressiva das propriedades comerciais nos mercados globais - 2,4 trilhões é o registro em países desenvolvidos.

No mercado brasileiro o estado ainda é quase infantil, na medida em que vimos usando o instrumento de securitização disponível (Fundos de Investimento Imobiliário - FII), mais para vender propriedades isoladas em pequenas porções, do que para montar portfólios em grandes fundos, salvo poucas exceções.

Fatos do mercado brasileiro nos últimos anos.

- A derrubada da taxa referencial de juros para patamares mais adequados nos últimos anos levou a atenção de investidores para os FII, particularmente os voltados para renda, como é o perfil dos REIT nas economias desenvolvidas. Nesse curto período vimos as cotas se apreciarem, i. - mesmo tendo ocorrido uma queda importante no valor dos alugueis de escritórios corporativos e galpões ii. - além da recessão na economia, traduzindo-se em queda de renda no segmento dos shopping-centers, que estão, conjuntamente com os escritórios corporativos e os galpões, entre os ativos privilegiados pelos FII listados no mercado brasileiro.
- A apreciação das cotas contra a renda para baixo resulta de como analistas e administradores de investimentos, que configuram aquilo que se chama de "mercado",

fazem juízo de valor. A precificação contempla harmonização da "taxa de renda paga pelas cotas" com o patamar da "taxa referencial de juros". Como os valores são calculados pela lógica de cap-rate, se a taxa afeta para cima mais intensamente do que o RODi para baixo, o valor de referência sobe. Ocorre que esta lógica carrega a premissa implícita de que o investidor típico dos FII gira agressivamente o seu portfólio e não é aquele conservador que compra e coloca o "título na prateleira", como fazia anteriormente com a propriedade imobiliária na qual aplicava seus recursos de poupança.

- A precificação "imediatista", ou seja, aquela que admite que o ativo (a cota do FII) gira em ciclos curtíssimos, afetados, portanto, primordialmente pela variação da taxa referencial, perpetra uma valuation que não guarda sintonia com o ciclo de investimento conservador que busca retenção longa, logo fundamentada por sustentação de valor (segurança) e relativa harmonia de renda, como é o perfil do investimento em imóveis comerciais para renda, que, nos modelos modernos, vem sendo praticado preferencialmente por meio indireto, aqui nas cotas dos FII.
- Essa rotina de precificação induziu inclusive uma bolha especulativa no preço das cotas, já sendo esvaziada, a ponto de provocar críticas à segurança do investimento nos FII. A "insegurança" foi e é provocada pela tentativa de especular sobre ativos imobiliários, justamente na contramão do movimento dos aluguéis - evidente contradição. Investimento especulativo sempre é inseguro.
- A leitura da valorização se realça por meio do comportamento do IFIX, índice de valor de cotas de FII publicado pela B3. Se houvesse um índice para mostrar a relação entre a renda paga pela cota do FII e o valor do seu patrimônio avaliado a valor justo, o que se perceberia seria uma queda, porque a renda sobre o ativo internado no FII caiu nesse ciclo de bolha. Mas o IFIX mede total return, significando que "acumula a renda distribuída e a valorização nominal da cota¹ no período". Se a renda cai, mas a valorização supera a perda de renda pela precificação no critério cap-rate (imediatista) a taxa de crescimento do IFIX é alta, o que auxilia a especulação e a formação de bolha.
- O problema deste rito perverso de bolha é que o investidor compra a cota por um valor acima da capacidade de geração de renda adequada pelo portfólio explorado pelo fundo. Somente poderá repor o excesso de valuation em ciclos muito longos, ou se

¹ Aqui aparece outro problema relacionado com a carga de impostos. Nos fundos listados, a pessoa física tende a receber renda sem carga de impostos, mas a valorização da cota, quando vendida, recebe impacto de 20% de impostos sobre a mais valia nominal.

vier a ocorrer alguma outra conjuntura adiante indutora de bolha.

- Verifiquemos aos dados e imagens gráficas.

2. IFIX, Selic, IPCA e aluguel de imóveis (Buildings)

Para fazer uma leitura das correlações entre indicadores macroeconômicos, o IFIX e alugueis corporativos, utilizamos como proxy de movimentos de preço de alugueis a base de dados Buildings para a cidade de São Paulo, nos edifícios classes AAA+AA². Lançando a curva de evolução dos alugueis nominais de 2014 até junho-18 (base 100 em dez-13) e comparando com as curvas de inflação pelo IPCA, a taxa referencial de juros pela Selic e o IFIX, encontramos a imagem do gráfico 1.

O gráfico 1 ilustra o movimento do IFIX em oposição ao movimento dos alugueis, que é o proxy da curva da formação do RODi das cotas dos FII.

Nos gráficos seguintes, mostramos "com lupa" o ciclo de formação de bolha de preços e os sintomas de seu esvaziamento.

No gráfico 2 vemos a evidência de formação de bolha: i. - alugueis para baixo em curva agressiva (do número índice 100 em dez-2015 para abaixo de 70 em valores nominais em junho-2018) e ii. - IFIX para cima, na contramão da geração de RODi (número índice 100 migra para mais de 150 no mesmo período)

² Notamos que a classificação de qualidade da base de dados não é a do NRE-Poli. Para usar a base seguimos AAA+AA de acordo com a classificação Buildings. Eventuais disparidades não afetam as comparações e análises, porque o que interessa é a curva de evolução e as classes superiores compreendem um proxy mais adequado para entender o mercado e, especialmente os portfólios dos FII, que são montados com prevalência de edifícios de qualidade mais alta. A volatilidade de alugueis dos perfis de qualidade mais alta dos edifícios comerciais é menor do que se fizermos uma leitura do mercado por meio de uma amostra que compreenda as diferentes qualidades de edifícios corporativos.

gráfico 1 curva da evolução dos indicadores selecionados para representar alugueis, inflação, movimentos das cotas dos FII e a taxa referencial de juros a partir de 2014 (base 100 em dez-13)

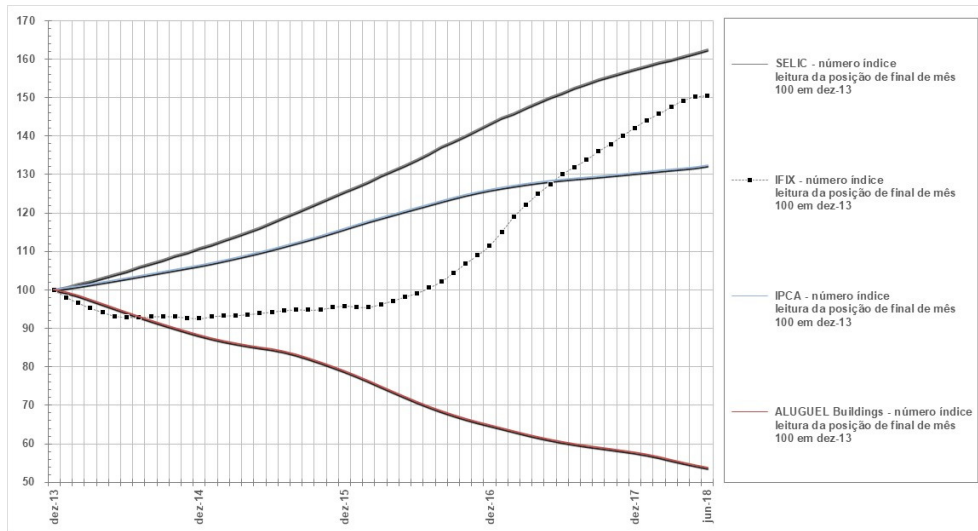
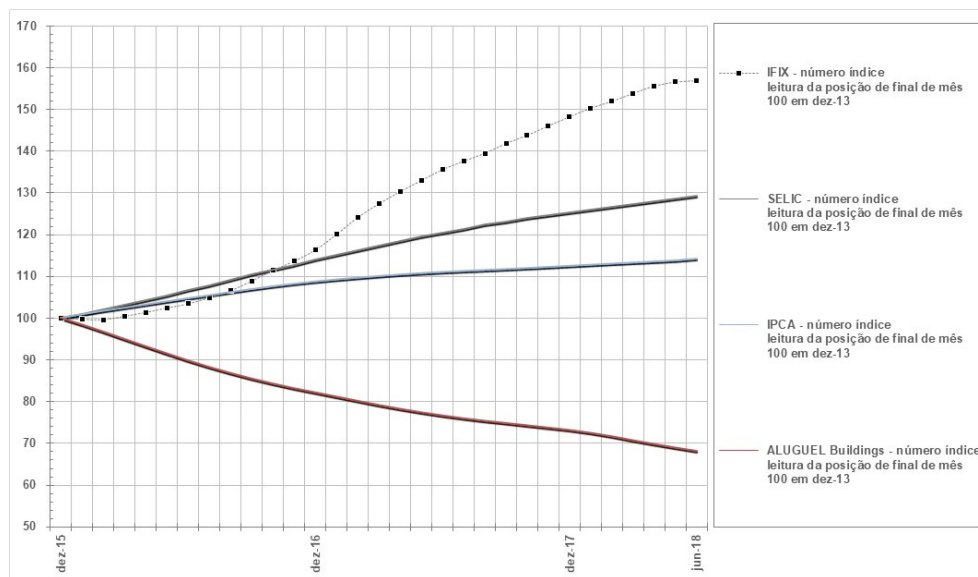
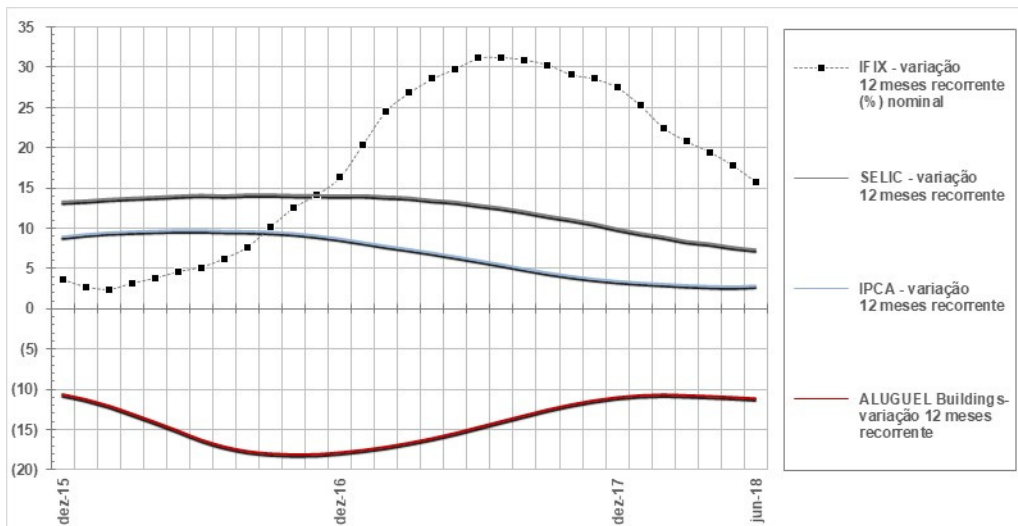


gráfico 2 curva da evolução dos indicadores selecionados para representar alugueis, inflação, movimentos das cotas dos FII e a taxa referencial de juros a partir de 2016 (base 100 em dez-15)



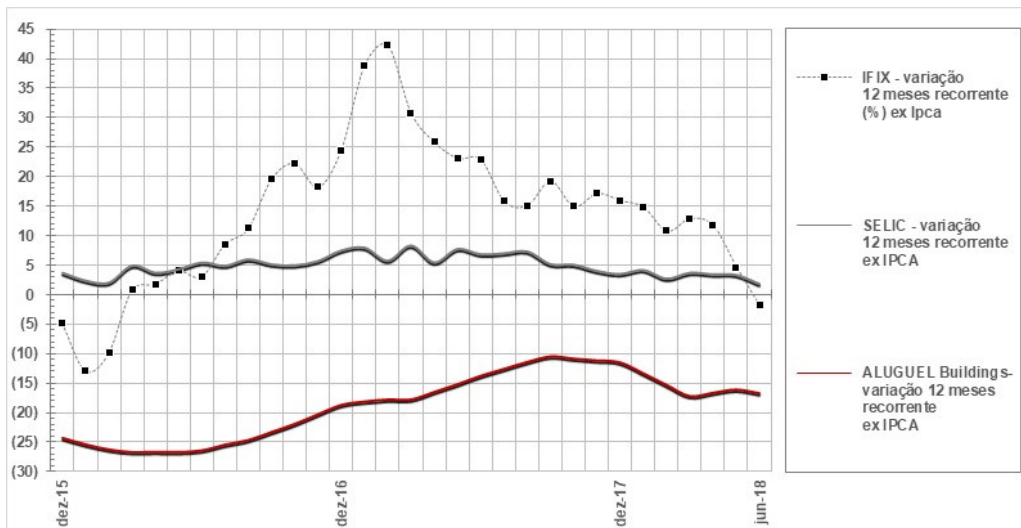
Neste mesmo ciclo, plotamos no gráfico 3 a variação dos indicadores de aluguel, IFIX, taxa de juros e inflação, em leitura de 12 meses ex-post, o que reforça a evidência de bolha, já que a curva do IFIX, mesmo considerando o movimento da taxa referencial de juros para baixo, deveria estar em linha com o movimento de alugueis, com um certo amortecimento associado à variação da Selic para baixo.

gráfico 3 variação dos indicadores selecionados para representar alugueis, inflação, movimentos das cotas dos FII e a taxa referencial de juros a partir de 2016 indicados pela leitura de 12 meses ex-post



A leitura do gráfico 3, descontando-se a inflação pelo IPCA da Selic e do IFIX é ainda mais eloquente, como ilustra o gráfico 4.

gráfico 4 variação dos indicadores selecionados para representar alugueis, inflação, movimentos das cotas dos FII e a taxa referencial de juros a partir de 2016 indicados pela leitura de 12 meses ex-post, descontada a inflação pelo IPCA



3. IFIX contra Selic

O gráfico 5 mostra o descolamento crescente do IFIX contra a Selic, denotando a formação de bolha especulativa, sem falar do efeito contrário dos alugueis para baixo.

O descolamento crescente do IFIX contra a Selic é indicador de bolha, uma vez que, sendo um investimento conservador e não havendo qualquer fato econômico a sugerir uma mudança de patamar de qualidade do investimento em imóveis comerciais para renda, se desprezarmos a queda dos alugueis, a curva de evolução deveria ser harmônica com a taxa Selic. A imagem contra a Selic depois de impostos de 15% serve para comparar IFIX imune a impostos com a Selic equivalente, depois de impostos de longo prazo.

O gráfico 6 mostra a leitura das variações Selic em ciclos de 12 meses recorrente, contra as do IFIX no mesmo critério. Nítida formação de bolha e já com indicação

do esvaziamento. O descolamento nesse período é atípico para a condição conservadora que apresenta o investimento em fundos imobiliários de portfolio destinado à geração de renda.

gráfico 5 índice IFIX em valores nominais e descontado da Selic e da Selic equivalente

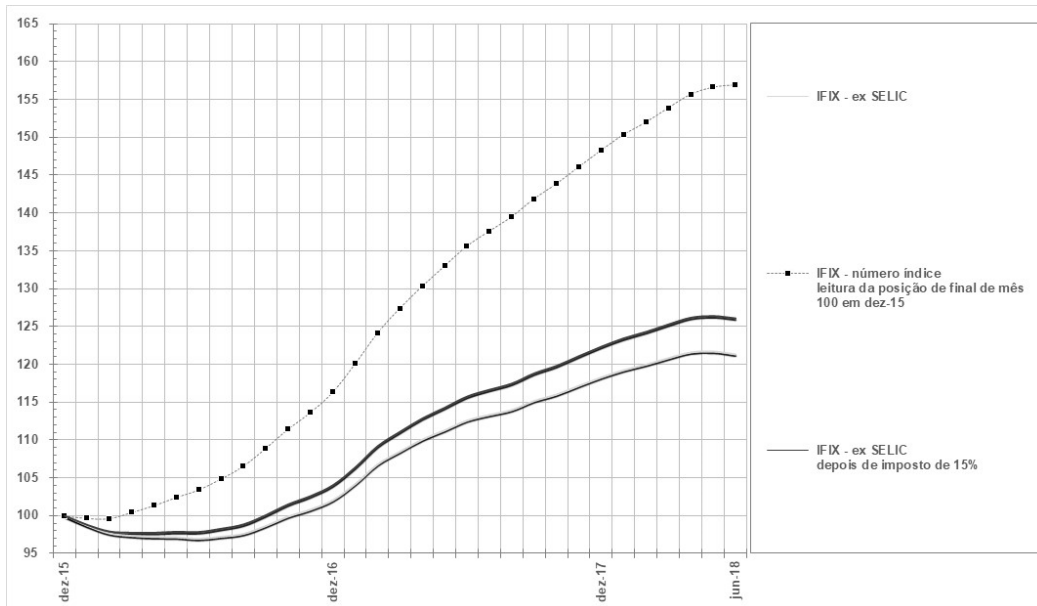
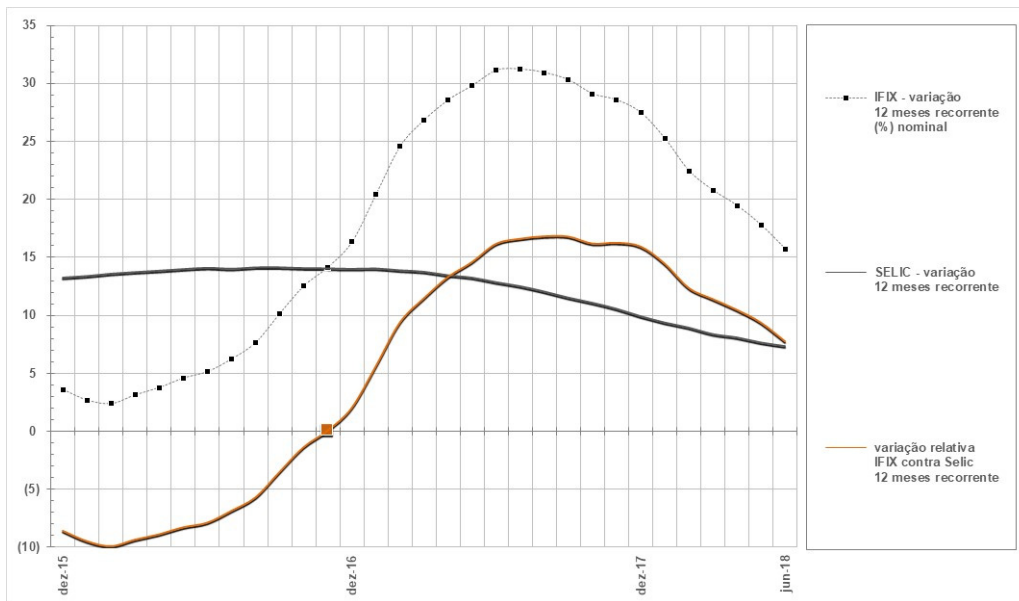


gráfico 6 variação do índice IFIX (% anual equivalente) e variação do descolamento para a taxa Selic



4. A evidência das correlações IFIX

Tomando as variações da base de dados IFIX e as macroeconômicas de Selic e IPCA encontramos uma correlação com coeficiente muito elevado, como mostram os gráficos adiante. Usando a base de variação de aluguéis, percebe-se que não há correlação evidenciada, tanto que a curva de regressão se move sem explicação lógica.

Ou seja, a rotina de precificação que o mercado utiliza para identificar preços alvos de investimento em cotas de FII parte de uma leitura equivocada sobre a qualidade do tipo de ativo, como também equivocada quanto ao perfil de comportamento do investidor nos ativos conservadores do real estate para renda. Em uma conjuntura como essa que vivemos a partir de 2016, com taxa referencial de juros para baixo, mas aluguéis nitidamente para baixo, prevalece a correlação com a taxa referencial, o que ilumina a curva de valorização, atijando a especulação de preços.

Preços insustentáveis, porque a renda não é capaz de os remunerar adequadamente, até porque está estabilizada no piso³, fazem a reversão da bolha e insemnam

³ segundo os prognósticos do NRE-Poli para escritórios corporativos

desconfiança no tipo de ativo.

O gráfico 7 ilustra a curva do IFIX desde 2014 e o gráfico 8 com lupa a partir de 2016. Em ambos associamos as curvas de regressão do IFIX a partir de sua correlação com variáveis macroeconômicas (IPCA e taxa Selic) e uma correlação com estas mesmas variáveis, compostas com o movimento dos alugueis.

Como se percebe em ambos gráficos, a influência dos alugueis não tem relevância nas correlações. Para ilustrar este descolamento entre alugueis e IFIX, mostramos no gráfico 9 uma curva de regressão do IFIX contra alugueis, ilustrando a desarmonia, ou seja, a não correlação, o que viola o senso lógico.

gráfico 7 índice IFIX e regressões (i) contra IPCA combinado com Selic e (ii) contra IPCA combinado com Selic e Alugueis, desde 2014

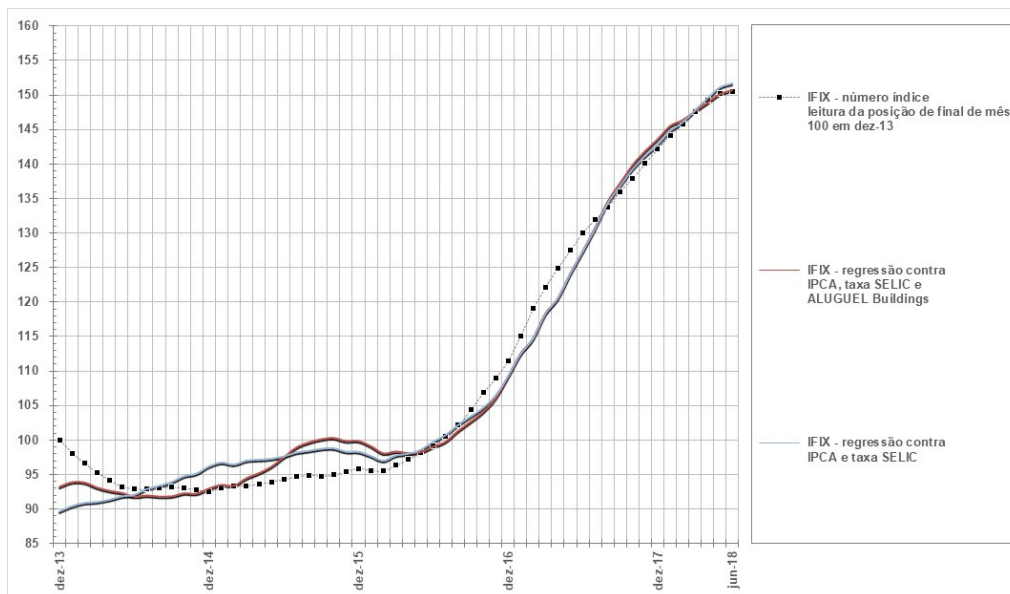


gráfico 8 índice IFIX e regressões (i) contra IPCA combinado com Selic e (ii) contra IPCA combinado com Selic e Aluguéis, desde 2016

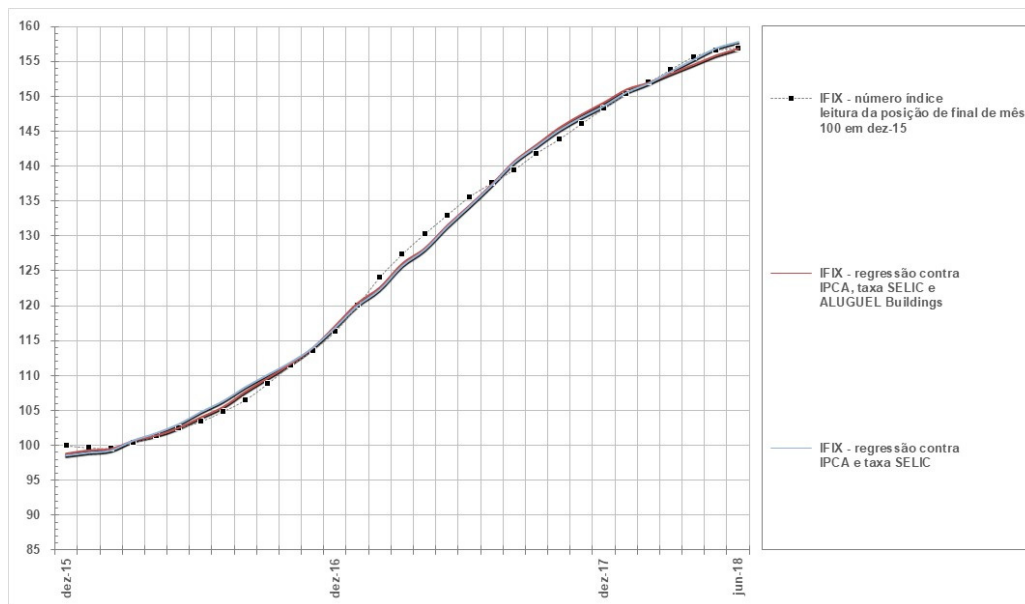
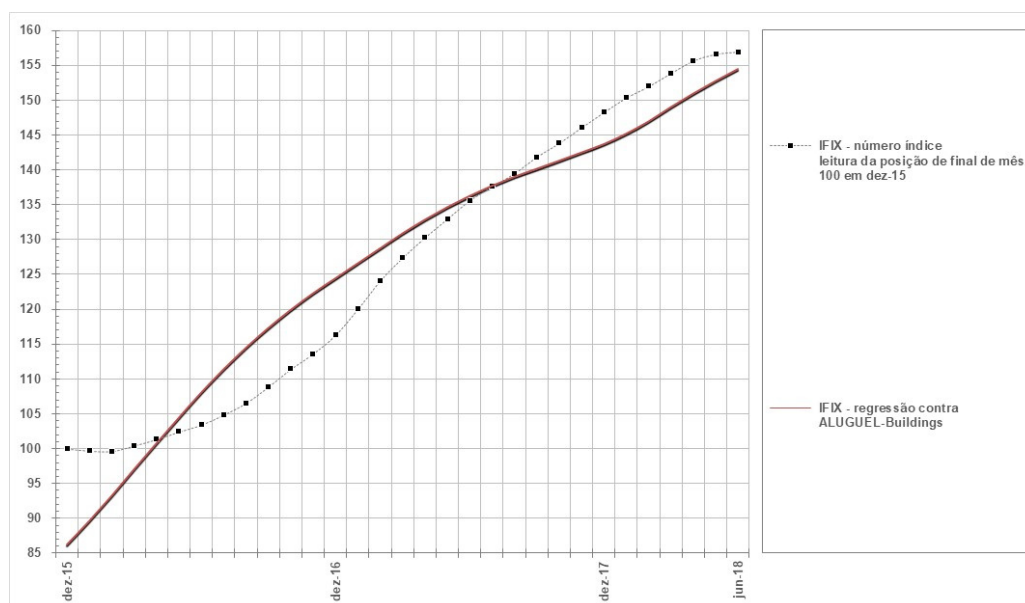


gráfico 9 índice IFIX e tentativa de regressão contra Aluguéis, desde 2016



5. Para finalizar, quanto à questão do patamar de aluguéis, fugindo do tema desta Carta, mas oferecendo subsídios para como olhar adiante o comportamento da geração de RODi nos FII de renda.

Os prognósticos do NRE-Poli são no sentido de que, mesmo a uma taxa conservadora de evolução da atividade econômica, os aluguéis devem crescer lentamente em 2019 | 2020, para cumprir uma curva mais agressiva adiante, sem perspectiva de bolha.

O que deve ser observado pelos investidores é que a repercussão de queda de aluguéis na renda dos empreendimentos (e dos FII neles ancorados, por consequência) se verifica rapidamente, porque os locatários tendem a pressionar os locadores, além de despontarem as ofertas agressivas apoiadas no conceito "fly to quality".

De outro lado, a repercussão de crescimento resulta em renda crescente mais defasada no tempo, porque nessa configuração prevalecem os aluguéis contratados em patamares mais baixos, que só acompanham o mercado nas renovações de ciclo de contrato, no prazo mínimo de três anos. No gráfico 10 espelhamos o prognóstico mais conservador para fazer a leitura da sua repercussão sobre a renda dos FII.

gráfico 10 prognóstico para índice de aluguéis corporativos, com andamento conservador da atividade econômica

