



REAL
ESTATE
RESEARCH
GROUP

NÚCLEO
DEREAL
ESTATE

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

CARTA DO NRE-POLI
outubro-dezembro 2019

no. 58-19

1

**INVESTIMENTO EM IMÓVEIS CORPORATIVOS
DESTINADOS À RENDA EM SÃO PAULO
(BREVES COMENTÁRIOS SOBRE IMÓVEIS RESIDENCIAIS EM COMPLEMENTO)**

Prof. Dr. João da Rocha Lima Jr.

Profa. Dra. Carolina Gregório

1. Introdução

Na reunião do Comitê de Mercado do NRE-Poli, como fazemos anualmente, analisamos prognósticos para os diversos segmentos do real estate no ano seguinte. Fazemos um questionário, cujas respostas podem ser lidas na Nota publicada em www.realestate.br, que indica as opiniões dos seus membros, em combinação com uma enquete auscultando agentes do mercado, que compõem uma extensa lista usada para divulgação dos documentos emitidos pelo NRE-Poli, especialmente as Cartas e as Notas do Comitê.

Na reunião, os membros do Comitê debatem resultados da enquete: a interna, a do mercado, a harmonia ou conflito entre as duas bases de respostas.

As questões que mais suscitaram discussão e sobre as quais não há harmonia, nem mesmo entre os membros do Comitê, referem-se a preços dos imóveis em São Paulo, especialmente os corporativos. No ambiente do real estate, a imagem do maior mercado do Brasil serve como paradigma de comportamento macroeconômico, respeitadas características locais dos demais mercados, para que seja possível adotar São Paulo como referência. Tanto nos imóveis corporativos como nos residenciais, particularmente o comportamento dos nichos de maior renda e os rescaldos de oferta desordenada de ciclos recentes, ainda influenciam alguns mercados no Brasil, enquanto o entendimento é que São Paulo já superou os efeitos da crise.

2. A Conjuntura e alguns princípios

A economia vive um momento particular na história recente. A expectativa de recuperação da produção, empregos e renda, que vem ocorrendo ainda marcada por algum grau de receio em determinados segmentos, está combinada com uma taxa



REAL
ESTATE
RESEARCH
GROUP

NÚCLEO
DEREAL
ESTATE

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

referencial de juros de nível mais baixo em décadas. Então, é natural que se verifique um movimento de recursos rentistas¹ em direção à geração de produtos e a canais alternativos de investimento com viés de risco mais elevado do que as aplicações financeiras conservadoras a que estavam acostumados. Recursos conservadores, quando vislumbram proteção, tendem a migrar para o real estate, mesmo sem raciocínio claro sobre o binômio | investimento x total-return (renda da exploração combinada com variação de valor de mercado) |².

Investimentos em imóveis comerciais para renda são de natureza conservadora, de modo que são marcados pela taxa de atratividade setorial dentre as mais baixas da economia, mas, quando a taxa referencial de juros habita patamares muito baixos, o descolamento para a taxa de atratividade fica mais vibrante³.

Investimentos em imóveis residenciais para renda nem passavam pela consideração de *advisors* de investimentos em real estate no Brasil, mas ora se verifica demanda por imóveis de baixo valor global - os compactos e ultracompactos - na busca de investir para locação, já que as salas de escritórios compartilhadas já evidenciaram o erro representado por nelas investir, bem como os condohotéis. O investidor conservador de potencial médio está de volta ao mercado comprando as antigamente chamadas quitinetes, ora tratadas como produtos do futuro, para residência rotativa dos *millennials*⁴.

3. Imóveis corporativos para renda

¹ Não “de rentistas”, porque uma parte dos recursos dos investidores sempre se vale de um viés conservador, sendo tanto maior quanto mais alta a taxa referencial de juros.

² É lamentável atestar a visão prevalente de que o recurso investido estará sempre protegido pelo imóvel, com tendência de crescimento, pelo menos ao patamar da inflação, e que a renda de exploração representa um ganho adicional. Essa leitura é desqualificada como análise da qualidade do investimento, porque: (i) - deve ser acomodada aos impostos, que incidem inclusive sobre eventuais ajustes inflacionários; (ii) - haverá custos elevados incidentes sobre a venda; (iii) - valor do imóvel se verifica só quando vendido; (iv) - e, mais, a análise de valor deve considerar os impactos dos riscos de vazios.

³ Exemplo. O múltiplo da taxa de atratividade setorial contra a taxa referencial equivalente (ambas ex-tributos), quando a taxa referencial de juros no Brasil era alta, esteve ao redor de 1,3, quando, nesta conjuntura, para alguns investimentos pode estar entre 1,6 e até acima de 2,0, a depender de como se arbitra taxa de inflação e taxa referencial de juros.

⁴ Esses produtos foram tratados na Carta 55-19

A conjuntura é de oferta limitada, com algum acréscimo no médio prazo (2 anos), vazios em queda e a evidência de que a recuperação da economia vai ativar demanda de espaços para locação a preços crescentes. Em recente artigo que publicamos no Congresso da Lares (entregue em julho 2019 e divulgado em setembro de 2019), tratamos dos movimentos de alugueis corporativos na cidade de São Paulo nos segmentos | AA + AAA |⁵, no qual traçamos um prognóstico de preços de locação para um horizonte de dez anos, a partir de correlações sustentadas e de arbitragem (i) - sobre o andamento da economia e (ii) - da oferta de novos espaços.

Daquele artigo trazemos alguns gráficos que permitem ilustrar a bolha de preços de 2011 e o seu rescaldo e as curvas de sustentação dos prognósticos, de ABL (m2) e de preços em número índice, ex-inflação⁶.

3.1. Oferta e demanda no ciclo 2006-2018, alugueis no mesmo ciclo, para fundamentar os prognósticos 2019-2028

O interesse principal em analisar oferta e demanda no ciclo 2006-2018, para estabelecer correlações e prognósticos, é ilustrar os excedentes de oferta no ciclo de crise da economia para relacionar com a bolha de preços formada antes de esses excedentes estarem disponíveis e o seu efeito no valor das locações adiante, em conjuntura marcada por aumento da oferta com quebra de demanda.

A penetração da oferta de imóveis corporativos pode levar o empreendedor a um nó de decisão com um único caminho, aquele que indica menor perda. Entre a decisão de investimento e a entrada do empreendimento no mercado competitivo ocorre um intervalo longo, podendo chegar até 4|5 anos. Como a flexibilidade de um edifício corporativo é nula, investimento a meio caminho acaba levando o empreendedor a concluir o edifício, mesmo já vislumbrando fragilidade do mercado no curto prazo.

O gráfico 1 mostra a situação de oferta crescente entre 2012 e 2014, justamente dentro da crise, o que provocou um aumento importante no índice de vazios, com repercussão forte na quebra dos parâmetros de aluguel do mercado, como está evidenciado no gráfico 2.

⁵ Seguimos a classificação e a base de dados da Buildings

⁶ Do artigo para a Carta fizemos ajuste para cima na expectativa de crescimento da economia em 2019.

gráfico 1 oferta e demanda no ciclo | 2006 - 2018 |

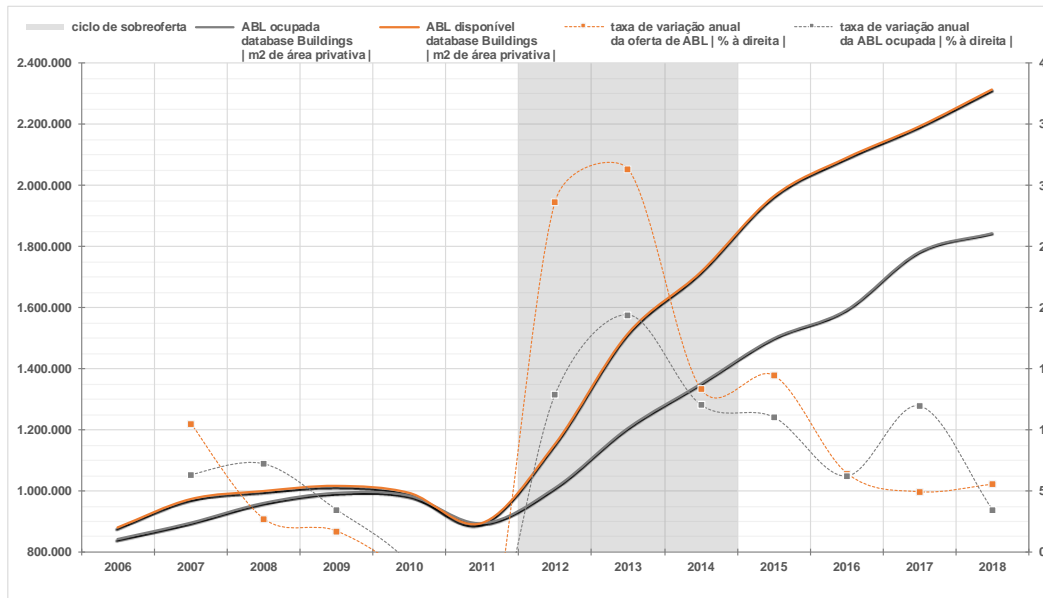
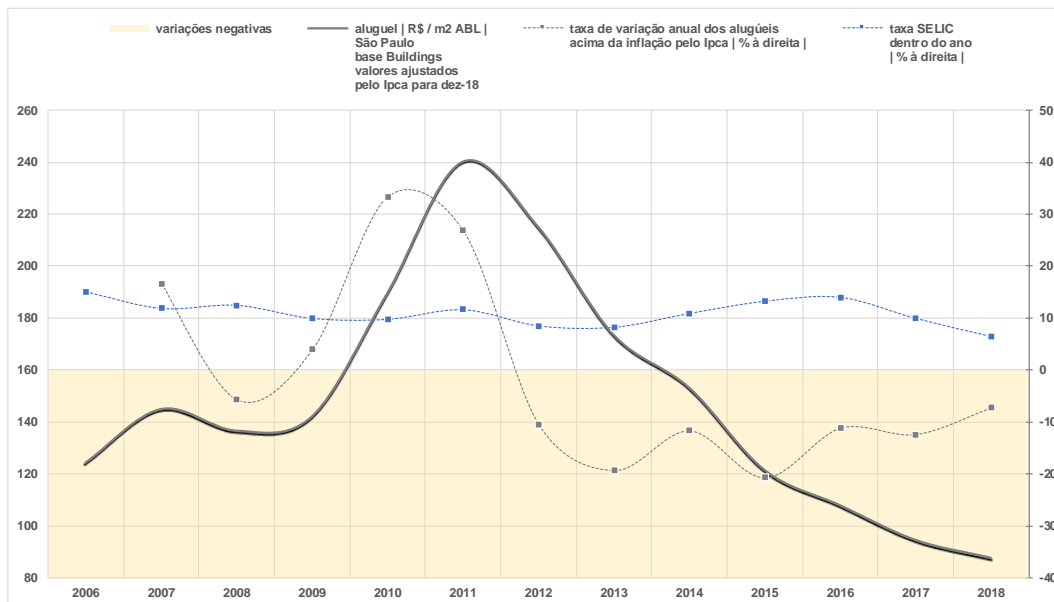


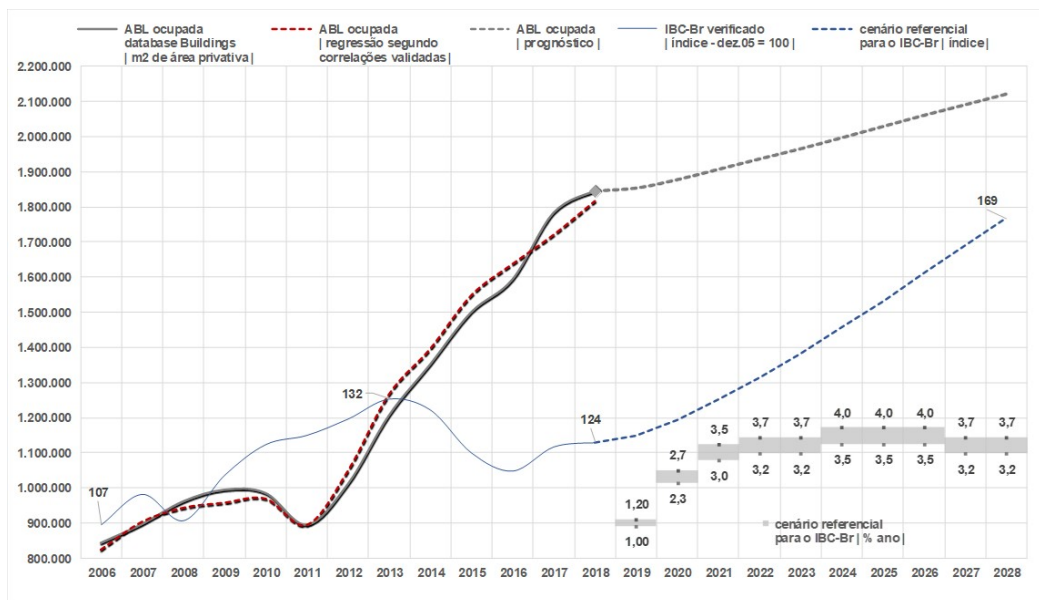
gráfico 2 aluguéis no ciclo | 2006 - 2018 |



3.2. Os prognósticos 2019-2028

Arbitrando a evolução da economia, por meio do IBC-Br, nas taxas indicadas no gráfico 3 e expandindo a regressão da curva de ABL, concluímos pela curva de demanda bastante amortecida, como mostra o gráfico 3. A demanda em 10 anos crescerá de 15% (276 mil m² de ABL) sobre a base de ocupação de 2018, enquanto nos 10 anos anteriores cresceu 85%, evidente que sobre outra base, mas representando 850 mil m² de ABL.

gráfico 3 prognóstico para a ABL ocupada no ciclo | 2019 - 2028 |



Os aluguéis, expressos em número índice ex-inflação, tiveram seu comportamento indicado no gráfico 4 e, por meio de correlações validadas, apresenta-se o prognóstico. Nesse gráfico anotamos a curva de tendência na média do intervalo de projeção com a franja negativa. Para índice 100 em 2018, em 2028 o prognóstico na posição média será 175.

Notável também no gráfico 4 é perceber que, se o crescimento da economia for moderado como está nas arbitragens conservadoras do gráfico 3, não há sustentação para um prognóstico de replique os valores de transação do ciclo da bolha em 2011. Todavia, cabe a seguinte reflexão:



REAL
ESTATE
RESEARCH
GROUP

NÚCLEO
DEREAL
ESTATE

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

(i) - a tendência de comportamento de muitos investidores no mercado de imóveis para renda é balizar a qualidade do investimento em cenários no qual se arbitra que a curva de aluguéis adiante espelha a conjuntura do momento da aquisição. Considerada uma taxa atrativa de renda e arbitrando que o valor do imóvel é estável diante da curva de inflação, a imposição de uma taxa de atratividade permite precificar o valor adequado para o imóvel por meio de um múltiplo para o aluguel;

(ii) - nada mais primário, quando se trata de investimentos de longo prazo de maturação (imóveis corporativos para renda tendem a apresentar payback acima dos 12 anos);

(iii) - nesta conjuntura do mercado de São Paulo, os preços pedidos estão deslocados para cima dos patamares de aluguel, porque alguns agentes acreditam em valorização dos imóveis na curva de crescimento dos aluguéis e arbitram preços já com essa consideração, ainda que sem usar qualquer procedimento técnico adequado de valuation - vale a sensação e ela aparenta estar dispersa;

(iv) - com taxa de juros baixa, cresce a procura para compra de imóveis comerciais para investimento, o que facilita a arbitragem de preços acima do valor dos imóveis - a ansiedade tende a comandar as transações;

(v) - para novos empreendimentos, a relação entre os aluguéis e os preços de oferta verificados não é validada em cenário espelho. Isso freia novos investimentos, de modo que pode ocorrer desequilíbrio de mercado entre 3 e 5 anos adiante, facilitando até a ocorrência de uma bolha nos preços dos aluguéis.

No gráfico 5 traçamos esta mesma curva de aluguéis, com sua franja negativa, com índice base 100 no ano de 2018 e exploramos um cenário de estagnação, indicando que, mesmo em conjuntura de paralisia econômica a tendência é de crescimento dos preços dos aluguéis. Isso se deve ao fato de que o desequilíbrio provocado pela bolha de 2011 e os efeitos da cauda do seu desvanecimento levaram a um relação entre aluguéis praticados no mercado e o valor dos imóveis muito desfavorecida, o que provocou paralização de investimentos e, diante do intervalo extenso entre a decisão de investimento e a colocação do empreendimento no mercado, o prognóstico é que o mercado estará em favor da oferta para os preços de locação. Se, ainda, ocorrer uma curva de crescimento da economia mais vigorosa do que o cenário que arbitramos, é provável que os aluguéis ofereçam taxa de rentabilidade elevada contra os preços atuais, o que exploramos em um Caso nesta Carta.

gráfico 4 prognóstico para aluguéis no ciclo | 2019 - 2028 |

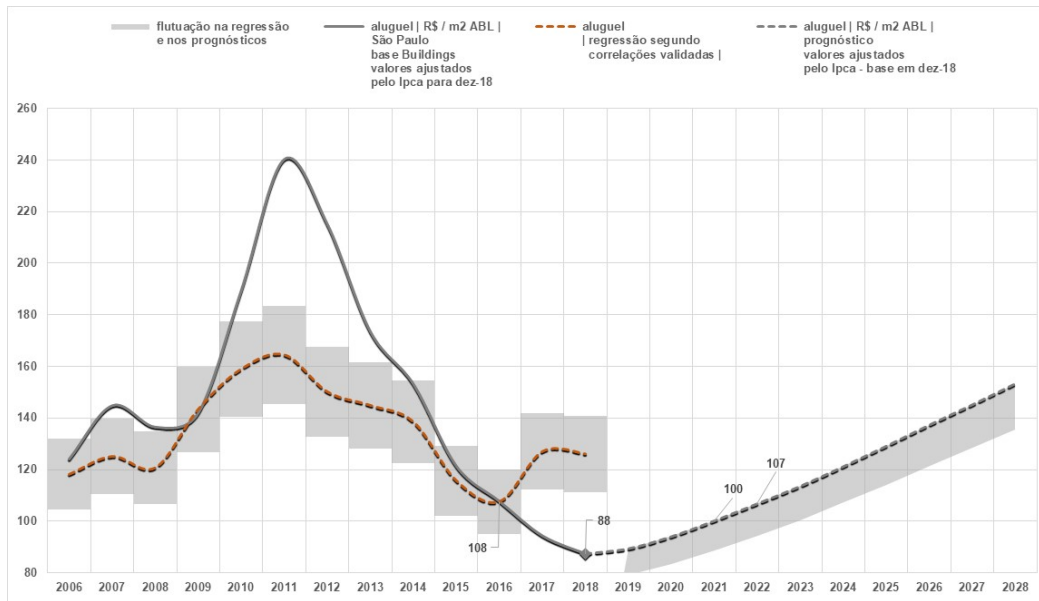
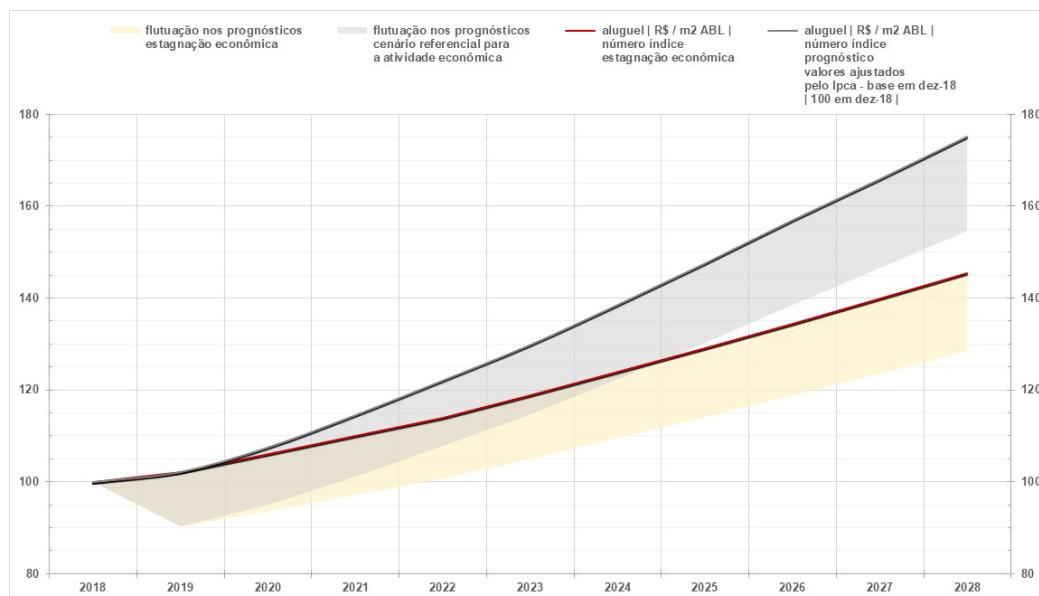


gráfico 5 prognóstico para aluguéis no ciclo | 2019 - 2028 | em número índice e a curva associada a uma hipótese de estagnação econômica



4. Explorando um Caso

4.1. Usamos o exemplo de um Caso do mercado atual, na imagem de aquisição de um portfolio dentro de um FII (condição tributária muito favorecida), com as seguintes características: (i) - ABL(m²) de aquisição = 20.000; (ii) - preço de aquisição, incluindo despesas conexas = R\$ 16 mil/m²ABL; (iii) - resultando em investimento de R\$ 320.000 mil; (iv) - para um aluguel mensal de R\$ 92,00/m² ABL.

Analisando na moeda da base e em cenário espelho:

(i) - usando a perda inflacionária resultante do ajuste anual dos aluguéis, para o patamar de inflação 3,6% ano;

(ii) - despesas no FII equivalentes a 12% da receita bruta de locações;

(iii) - resulta renda anual equivalente sobre o investimento ajustado em Ipca = 6,12%, que seria a taxa de retorno acima da inflação e depois de tributos em cenário espelho.

(iv) - Para a taxa referencial de juros de 5% ano, antes de tributos, essa renda anual equivale ao múltiplo de 2,34 para referenciar a qualidade do investimento; e

(v) - se considerarmos a taxa referencial de juros de longo prazo pelas taxas dos títulos Tesouro-Pré-fixado contra Tesouro-Ipca, que levam à inflação implícita, esse múltiplo seria de 1,67.

4.2. Exploramos agora o investimento para um horizonte de 20 anos, considerando a saída em qualquer ponto desse ciclo e a curva de evolução de aluguéis prognosticada para São Paulo. Nos gráficos e cálculos adiante: (i) - cenário referencial é aquele do gráfico 5 associado à evolução da economia seguindo a arbitragem do gráfico 3 e cenário fronteira é o de estagnação econômica do gráfico 5; (ii) - para além de 2028, no cenário referencial os aluguéis estão estabilizados e no cenário fronteira caem, como resultado do descolamento recorrente entre as duas curvas de prognóstico de índice de locação; (iii) - a taxa de inflação é de 4,2% anual; (iv) - os contratos de locação provocam perda inflacionária em moeda da base dentro de períodos de um ano (regra de reajuste) e (v) - os aluguéis são reajustados na curva de crescimento, em ciclo de 3 anos; (vi) - usando técnica adequada de precificação, o valor de saída (venda) do portfolio de investimento deprecia 0,561% ano recorrente, no cenário referencial e 1,474% no cenário fronteira.

Com estas considerações, a taxa de retorno esperada para 20 anos de retenção do investimento será 8,24% ano, depois de tributos e acima do Ipca no cenário referencial e 7,00% ano no cenário fronteira, cujos múltiplos para as referências dos títulos do tesouro serão 2,05 e 1,82 respectivamente.

Vejamos agora os indicadores da qualidade do investimento em gráficos.

gráfico 6 mostra a TIR de saída do investimento considerando a venda com as depreciações referidas e a curva de aluguéis citada.

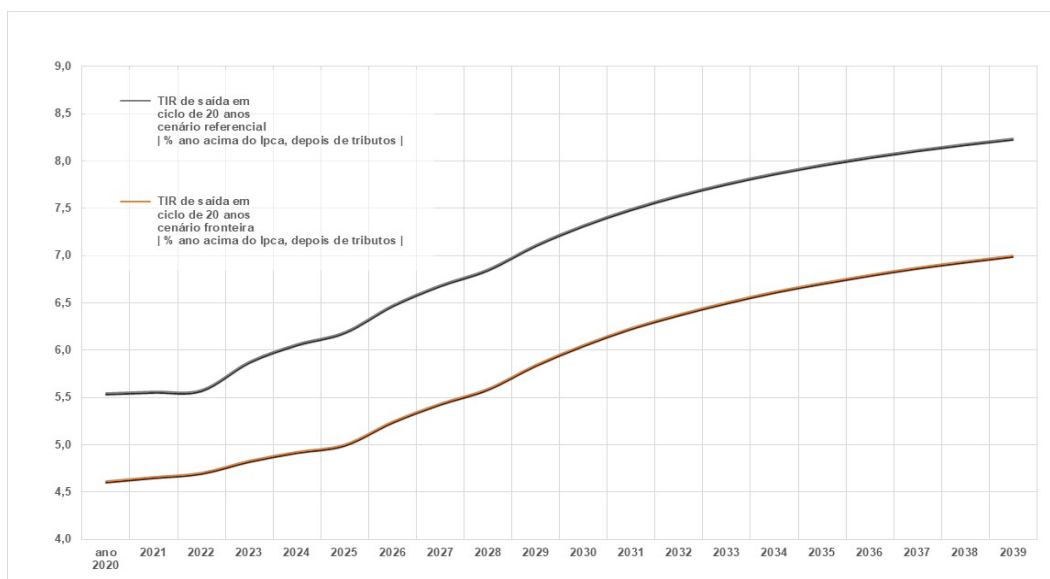
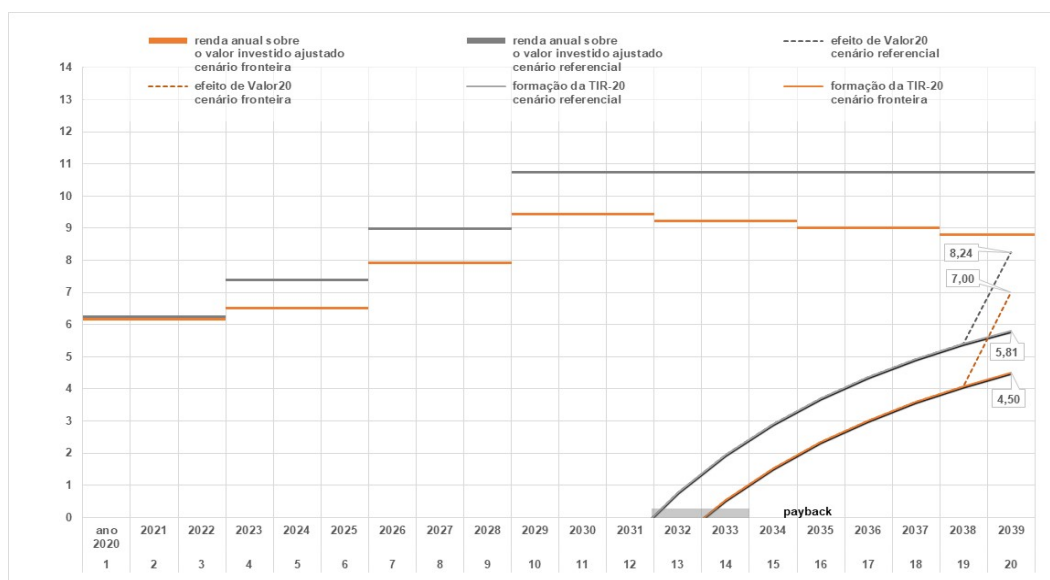
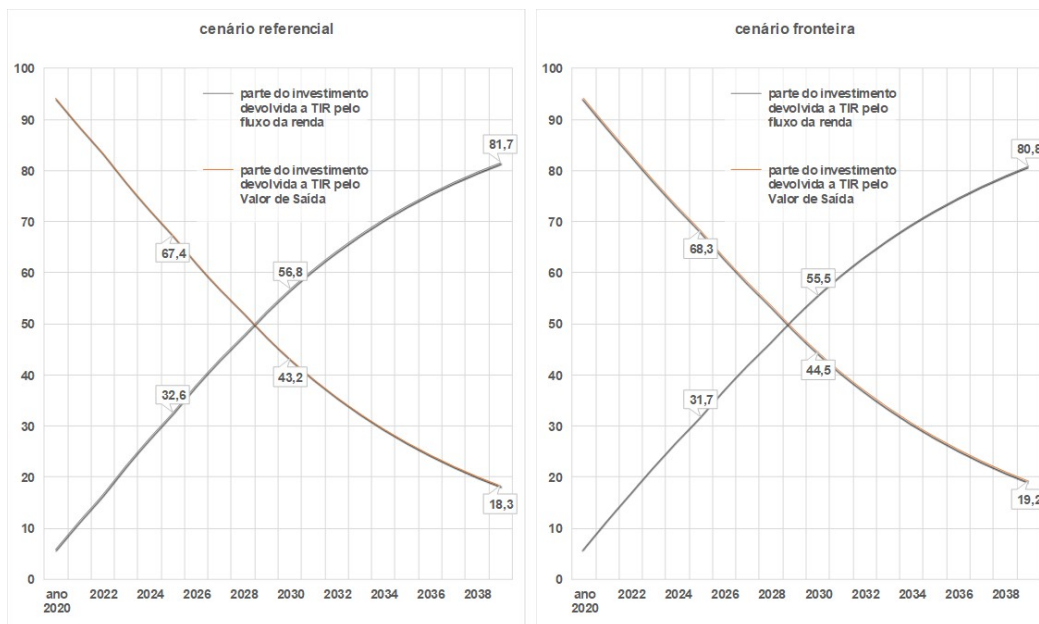


gráfico 7 mostra a formação da TIR-20 anos para saída do investimento e a renda anual sobre o valor do investimento ajustado em Ipca



gráficos 8 mostram a parcela do investimento que é remunerada à TIR calculada em cada momento de saída, pelo fluxo da renda e pelo valor de saída. Esse é um dos mais importantes indicadores do risco do investimento, uma vez que, quanto mais se retém o investimento menos arriscado ele se apresenta, porque o fluxo da renda tem suporte em arbitragens sustentadas e o valor de saída, ainda que apoiado em técnica adequada, está vinculado a comportamentos não monitoráveis do mercado competitivo. Verificando o gráfico para o cenário referencial, saindo em 5 anos, 67,4% do investimento terá sido remunerado à TIR de saída (gráfico 6) por meio do valor de venda do portfólio, enquanto o fluxo da renda até aí terá se encarregado dos 32,6% restantes. Já no ano 20, as proporções são 18,3 e 81,7% a uma TIR (8,24%) mais elevada do que a de saída no ano 5 (6,07%)



5. Observações sobre preços de imóveis residenciais

Quanto aos imóveis residenciais para uso, a primeira consideração é que existe uma demanda orgânica, formada: (i) - pelas famílias que se formam; (ii) - por aquelas que precisam de imóveis maiores na sua evolução, (iii) - aquelas outras que ganham condição de aquisição em patamares mais altos de localização, dimensões e preço, (iv) - no sentido inverso, as famílias que se desagregam e (v) - aquelas que reduzem as suas necessidades. Esse conjunto vem representando em São Paulo, historicamente, a capacidade de sustentar uma oferta de imóveis novos pouco acima de 30 mil unidades / ano.

A demanda orgânica freia, como foi possível identificar nos anos de crise na qual o país mergulhou até 2018. Mas esse freio não está ligado à redução da necessidade ou da satisfação de anseios dos grupos citados. Tem raiz na insegurança. Comprar habitação envolve bloquear poupança líquida e comprometer a renda em patamar elevado por longos anos⁷. Uma visão de futuro de economia em queda, com quebra de empregos e salários, é indutora da insegurança, que freia a demanda. Mas não anula: essa demanda fica reprimida.

Quando a confiança na economia (emprego e renda) retoma, à demanda orgânica se soma a reprimida do passado, o que tende a desequilibrar o mercado. Do lado da oferta, os empreendedores ainda nem retomaram a capacidade de oferta anterior à crise, por falta de capital de giro (perderam na crise), pela necessidade de retomar seu padrão de produtividade que caiu na crise, ou pelo medo da réplica dos desastres (as perdas) sofridos, o que retarda a decisão de ofertar empreendimentos em escala compatível com a demanda. Nessa conjuntura, cria-se o cenário ideal para especulação de preços. Ou seja, os preços sobem, porque a oferta vislumbra a possibilidade de maiores lucros.

Preços subindo, com taxa de juro baixa, açula a demanda em diferentes eixos: (i) - para aproveitar os juros e prender os financiamento de prazo longo em prestações mais

⁷ Em uma leitura generalista das famílias de classe média (o mercado de maior expressão): (i) - a poupança exigida, próxima de 25% do preço do imóvel, exigirá da ordem de 10 anos para ser recomposta, mantido o padrão de renda (salário no caso) e (ii) - a prestação mensal gravará 25% da renda bruta, o que representa um impacto maior sobre a renda líquida de impostos, pressão a ser mantida por um longo ciclo, admitindo manutenção do padrão de renda (salário no caso).



baixas, ocorre um movimento de aquisição antecipada, ou seja, quem necessitará comprar no futuro próximo, se adianta, para garantir a condição privilegiada do financiamento, que pode não se repetir no futuro; (ii) - os investidores conservadores voltam a admitir aquisição de imóveis residenciais para renda, que tradicionalmente devolvem uma rentabilidade muito baixa e (iii) - os especuladores, ao verificar a curva de preços e a liquidez do mercado, passam a comprar para esperar preços mais altos e revender. Essa conformação de mercado pode até provocar bolha⁸, como aconteceu em São Paulo em 2011, cujas análises podem ser encontradas nas cartas do NRE-Poli da época.

O que preocupa nesta conjuntura são os custos de terrenos, outorga e o que resulta do tempo para demarcação dos empreendimentos⁹. Qual é a composição do mercado? Habitação de interesse social + alto luxo + apartamentos compactos? Onde se situa o mercado de classe média, que apresenta elevada demanda (apartamento de 2 dormitórios até 4 compactos)? Como validar preços adequados, mesmo com taxas de financiamento baixas, para as famílias que deveriam habitar nas franjas das centralidades e ora estão atendidas por apartamentos na periferia das zonas em que trabalham ou nas cidades dormitório vizinhas a São Paulo?

Como estas perguntas não tem resposta dentro da conformação atual das leis de uso e ocupação do solo na cidade, é de se questionar se haverá demanda para ofertas de imóveis de 120 a 200 m² aos preços de 13 a 17 R\$ mil / m², como se verificam as novas ofertas nos bairros mais qualificados da cidade.

⁸ Bolha é preço sem lastro no valor do imóvel. Os preços dos ciclos de bolha são lastreados no valor do imóvel somado ao preço da ansiedade. Quando o mercado se acalma e a ansiedade desaparece, os preços voltam a ser ancorados somente em valor do imóvel.

⁹ Prazos legais e a burocracia, até mesmo dos cartórios de registro, que fazem o custo Brasil implícito, mas não aparente nos preços - recursos “parados” nos empreendimentos à espera de decisões burocráticas, exigem remuneração, que estará dentro dos preços de oferta.