
FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO NO BRASIL CONJUNTURA E VISÃO PROSPECTIVA

Prof. Dr. João da Rocha Lima Jr.
Profa. Dra. Carolina Gregório

1. Preliminares

Em outras cartas e documentos de análise do NRE-POLI, temos explorado os impactos sobre o mercado nacional dos FII dos efeitos desse ciclo da economia sob pressões inflacionárias que, repercutindo na remarcação da taxa referencial de juros (TRJ), desestabilizam o mercado, tendo em vista que os FII não apresentam elasticidade para acompanhar os movimentos da TRJ. As questões que também estão no horizonte das avaliações, que investidores vem procedendo nesses tempos, se resumem a analisar impactos na qualidade do comportamento e dos investimentos nos FII em portfólios de (i) escritórios corporativos, diante da evolução e eventual estabilização dos trabalhos à distância em algumas companhias, (ii) galpões logísticos, cuja demanda de locação está vinculada à expansão do e-commerce, (iii) shopping-centers, que já vinham sofrendo impactos devido ao redesenho das relações de compras na sociedade atual e sobre os quais se avalia a velocidade de recuperação adiante e (iv) hotéis, sobre os quais também se avalia a velocidade de recuperação adiante.

Nesta carta fazemos uma leitura do mercado segundo dados extraídos da base do CLUBE-FII ¹, explorando a qualidade da renda que os fundos vêm entregando aos cotistas, na média dos últimos 5 anos e nos últimos 12 meses.

Essa leitura enseja a discussão sobre prognósticos para o mercado adiante. Permite também analisar a estrutura do mercado quanto às especializações dos portfólios por segmentos de produtos de investimento e fazer uma comparação com a evolução nesse sentido do mercado norte-americano, que, pelo pioneirismo, tem sido espelho para a criação das estruturas de REIT ou assemelhadas nas diferentes economias, incluindo-se os FII no Brasil.

¹ Notar que a base de dados se altera diariamente. Os dados utilizados nesta Carta foram extraídos no dia 23 de agosto de 2021.

2. Os segmentos do mercado, com destaque para separação entre |aplicações financeiras| e |investimento em imóveis para renda|

A evolução do mercado tem mostrado que o portfólio dos FII, na mesma imagem dos REIT, tende a se especializar por produto, ainda que isso não seja norma legal. O que se pode especular é que a tradição permite levar ao investidor um espelho da imagem física que se verifica no ambiente dos investimentos de real estate. Ou seja, os investidores em real estate tendem a se especializar por tipo de produto: escritórios, galpões, etc. e essa evidência se transporta para os portfólios oferecidos aos investidores nos REIT como nos FII.

Poder-se-ia discutir se um portfólio com diferentes tipos de imóveis, pela sua inserção diferenciada na economia, não ensejaria algum grau de proteção pela diversificação de riscos, mas essa questão não domina as decisões, verificando-se poucos portfólios de FII com perfil de produto diversificado.

2.1. Em razão de os FII estarem autorizados a investir em produtos de real estate e instrumentos derivados, é importante destacar o segmento dos fundos que responde por portfólios de créditos gerados no ambiente do real estate, inclusive por canais indiretos, como os CRI. No mercado local, em volume de patrimônio líquido, pela base de dados utilizada, os fundos que apresentam portfólios concentrados em recebíveis representam 27,45%, a proporção mais expressiva dentre todos os demais segmentos, como mostramos no quadro 1.

quadro 1 perfil local do mercado de FII, segundo a base de dados

especialização do portfólio	total do PL R\$ milhões	participação no mercado local
cri recebíveis	39.145	27,45%
outros portfólios	37.263	26,13%
escritórios corporativos	25.648	17,99%
logística	21.872	15,34%
shoppings	18.665	13,09%
total dos fundos	142.593	100,00%

É interessante verificar a história do mercado norte-americano dos REIT com respeito à evolução das proporções entre |investir em imóveis para renda| versus |fazer

aplicações financeiras no ambiente do real estate|. Destaca-se que o segmento de crédito, origem das aplicações financeiras, foi perdendo expressão ao longo do tempo. Especula-se se isso deve ocorrer no mercado local.

Os gráficos 1 e 2 mostram a história do mercado norte-americano dos REIT ².

gráfico 1 evolução do mercado norte-americano de REIT em intervalos de 10 anos

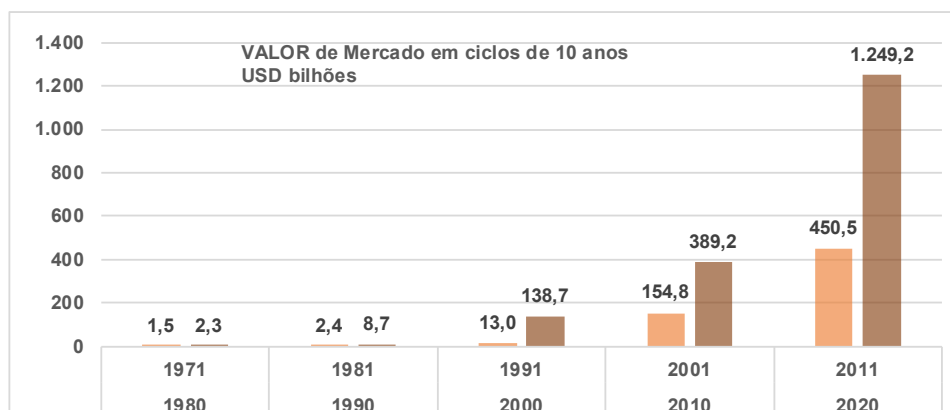
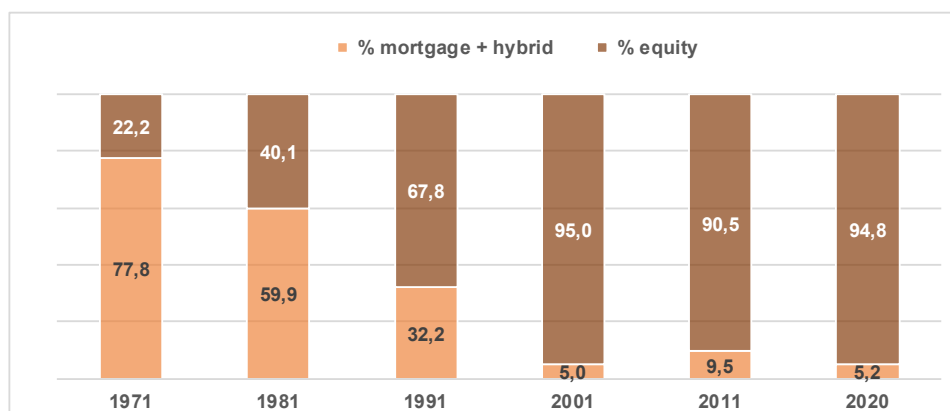


gráfico 2 participação dos fundos de mortgage e híbridos no mercado norte-americano de REIT em datas marco



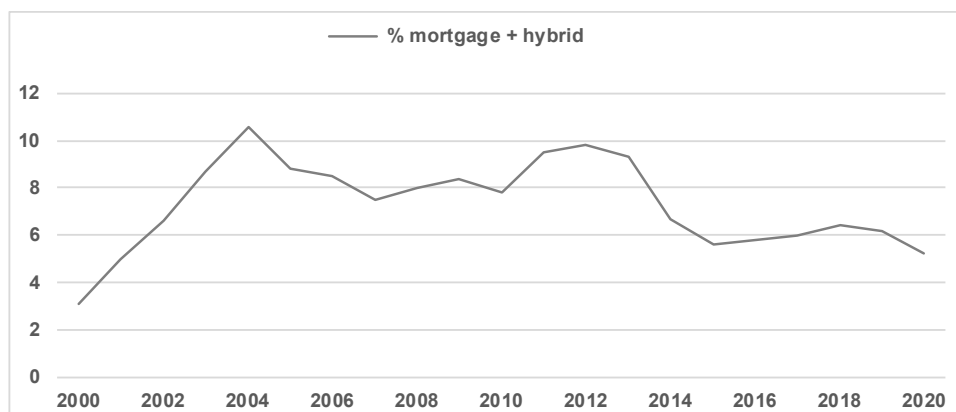
O gráfico 1 mostra que, ainda que a formação das estruturas de REIT tenha sido

² Adiante, quando usarmos REIT sem maior detalhamento, quando nos referirmos aos norte-americanos

autorizada em 1997, somente em 2000 o mercado começa a ganhar expressão, com um volume de USD 138,7 bilhões, migrando para USD 1.249,2 bilhões em 2020, cujo gradiente de crescimento anual equivale a 11,62% nesse período.

De outro lado, na leitura do gráfico 2 vemos que os fundos com portfólios de crédito somados aos híbridos, que detém créditos e imóveis, partem de uma expressão de 77,8% na origem do mercado para 5,2% em 2020. A média entre 2000 e 2020 está em 7,3%, com as posições anuais mostradas no gráfico 3.

gráfico 3 participação dos fundos de mortgage e híbridos no mercado norte-americano de REIT a partir de 2000



Esse movimento pode ter algumas interpretações. Entretanto, a nosso ver, a mais relevante é que o mercado de fundos de investimento com foco em real estate evolui a partir de o entendimento dos investidores se consolidar diante das vantagens do investimento indireto em imóveis para renda, diferentemente do investimento nos imóveis, que confere a sensação, entendida como confortável, de ler a escritura em seu nome. Ou seja, o mercado está acostumado com: (i) aplicações financeiras via fundos e (ii) investimentos diretos em imóveis. Desse modo, é mais evidente a migração para os fundos de aplicação financeira, enquanto é mais lenta a migração do imóvel para o FII com portfólio de imóveis para renda. Para explorar essa questão, listamos os atributos comparados entre investir em cotas de FII ou em imóveis, o que o mercado vai apreendendo, pelas evidências, com alguma lentidão.

(i) Liquidez muito mais elevada nos FII contra imóveis, atributo que confere maior ênfase para que os investidores façam a migração, mas que no mercado local

ainda dependente de expansão e da escala do patrimônio dos fundos em oferta. Usando o caso dos REIT, o patrimônio médio (valor do portfólio) dos fundos de imóveis (equity) parte de USD 28 bilhões em 1971, cai para o patamar médio de 20 até 1981, chegando a 851 em 2000 e a 6.506 em 2020. A Nareit reporta em julho de 2021 transações diárias no patamar de USD 8,3 bilhões, expressão que, levada para um ano, indica velocidade de transações equivalente a $|1,67 \times|$ o valor patrimonial listado. No mercado local, o movimento diário é da ordem de R\$ 550 mm, o que indica velocidade anual de transações de $|0,97 \times|$ o valor patrimonial listado, já expressivo, mas refletindo um mercado cujos fundos de portfólios financeiros representa 27,45% do PL global, contra 5,2% nos REIT.

Explorando a base de dados do CLUBE-FII encontramos transações partilhadas por tipo de fundo em período curto (últimos 20 dias). Expandindo esses dados para um ciclo anual, encontramos evidências de que fundos financeiros tendem a apresentar maior velocidade de transações de que os de portfólio imobiliário de lajes corporativas para renda, como está no quadro 2.

quadro 2 indicadores sobre a liquidez do mercado de FII, segundo a base de dados

	cri recebíveis		escritórios corporativos	
	representatividade no mercado pelo PL %	turnover anual pela média % PL	representatividade no mercado pelo PL %	turnover anual pela média % PL
primeiros 10 FII em liquidez	21,7	127,6	20,4	47,5
20	35,5	110,8	49,4	34,2
30	54,5	95,2	71,6	28,8
40	88,8	75,0	85,3	24,7
50	96,6	71,3	98,9	21,5

Podemos interpretar os dados sobre a evolução dos REIT como capazes de sustentar que, com a expansão do mercado, deve crescer a migração do investimento direto imóveis para os FII, induzindo a sua expansão.

Quanto à escala do mercado de REIT dentro da economia, usando os dados de PIB disponíveis de 2019: no mercado norte-americano o indicador é cerca de 5,8% do PIB, enquanto no Brasil perto de 2,0%.

- (ii) Tempo entre a disposição de venda e a conclusão da transação, sendo em investimento em imóveis por meio de FII muito inferior ao investimento direto em propriedades.
- (iii) Custos de transação, da corretagem até o registro, muito inferiores em cotas de FII do que em imóveis.
- (iv) Conhecimento diário do valor do portfolio de investimento, por meio de cotas de FII listados, contra imóveis, cuja análise de valor demanda tempo e é tópica.
- (v) Diversificação de riscos, no investimento em portfolios, contra a concentração em poucos imóveis, pela limitação da capacidade de investimento, acentuada para investidores médios.
- (vi) Possibilidade de partição do investimento, quando em cotas do FII, a depender do fluxo da capacidade de investimento na compra, ou da busca de liquidez na venda, contra a condição de investir em imóvel, que, por óbvio, exige comprar e vender na exata dimensão do valor do imóvel.
- (vii) Qualificação do investimento, qualquer que seja a capacidade de investimento, tendo em vista que os recursos dos diversos investidores consolidados em um FII elevam a capacidade de investimento relativamente a qualquer um dos seus investidores. Maior capacidade de investimento induz à qualificação do portfolio, sendo evidente que maior capacidade de investimento também permite praticar preços mais convenientes³.

Lendo ao reverso, os investimentos em FII com portfolios de instrumentos financeiros derivados de transações de real estate são aplicações financeiras, vestidas no formato de FII. São equivalentes a fundos de outros ambientes, cujas aplicações são feitas em títulos públicos e de emissão de instituições financeiras ou de empresas.

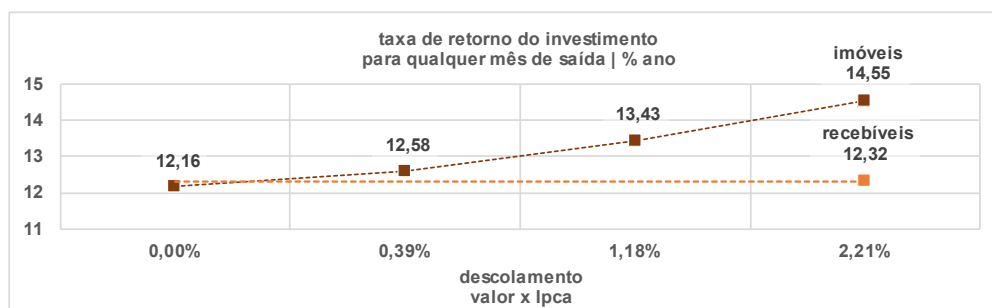
Nesse sentido, quando fazemos a leitura de mercado considerando a totalidade dos

³ Ressaltamos que artigos publicados na mídia especializada norte-americana defendem a ideia de que os REIT não "compram bem", mas, ao inverso, tendem a "comprar mal", diante da pressão por aplicar volumes expressivos de recursos quando das captações. Nosso entendimento diverge, tendo em vista que os administradores dos FII devem manter a estratégia de buscar captação de novos recursos somente diante de um "pipeline" evidenciado e não agir para "empocar" recursos financeiros dentro dos fundos. As oportunidades de investimento disponíveis, relacionando preços ofertados com a capacidade de geração de renda em padrões adequados (yield e Tir) é que devem conduzir um FII a buscar expansão orgânica.

FII, ou mesmo a comparação entre investir em um FII de portfolio de imóveis e outro de instrumentos financeiros, aparece uma distorção, tendo em vista que são aplicações de caráter diverso, suportadas por lastros cuja precificação é diferente, sendo também diferente o sistema de distribuição de proventos. Vejamos o exemplo no quadro 3. No exemplo: (i) o CRI entrega mensalmente proventos equivalentes a juros e atualização monetária pelo Ipca, enquanto (ii) o imóvel entrega aluguel mensal, ajustado em ciclos de 12 meses e incorpora no valor do ativo ajuste inflacionário, adotado, simplificada, como sendo resultado do impacto exclusivo de aumentos de custos de implantação⁴.

quadro 3 comparando proventos e taxa de retorno em um investimento em FII com dois tipos de portfolio: (i) financeiro (recebíveis) e (ii) de imóveis para renda

parâmetros do investimento	aplicado em FII com recebíveis	aplicado em FII de imóveis para renda
taxa de juros, acima do Ipca % ano	7,00%	
expectativa de Ipca % ano	5,00%	
expectativa de descolamento do valor dos imóveis acima do Ipca % ano		1,18%
renda de aluguel mensal sobre o valor do investimento ajustado % ano		7,00%
taxa de retorno do investimento para qualquer mês de saída % ano	12,32%	13,43%



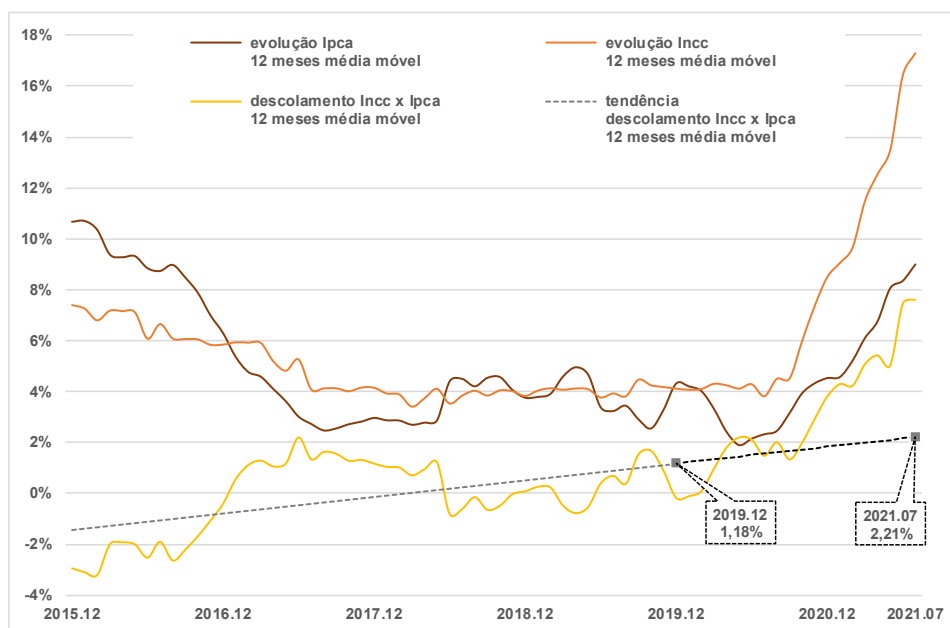
Neste quadro 2 utilizamos o descolamento de 1,18% ano e no gráfico mostramos as posições de 0,39% e 2,21%. O gráfico 4 adiante mostra a origem desses dados. 1,18% e 2,21% estão destacados, considerando a regressão da curva de descolamento desde

⁴ Não há base de dados com extensão e estrutura amostral adequada para verificarmos índices de valorização de imóveis para renda, nem mesmo de escritórios. Entretanto, podemos utilizar como proxy conservador que os valores de mercado de imóveis comerciais devem evoluir pelo menos no patamar dos custos de construção, no mercado local espelhado pelo índice Incc.

2015 até 2019 estendida para julho-2021, sendo 0,39% a média dos descolamentos anotados no gráfico. Para a média, notar que há dois ciclos relativamente longos, cujo descolamento é negativo, ou seja, Incc abaixo do Ipca.

Usando o exemplo como referência, a expectativa de taxa de retorno do investimento em FII de portfólio imobiliário para renda na leitura do seu total return, pelo valor da cota, é maior do que o do investimento em crédito, adotando a mesma raiz de renda (7% ano acima do Ipca). Entretanto, o investimento em crédito entrega mais caixa mensal. De outro lado, a duration e a Tir do investimento em portfólio de imóveis são mais elevadas⁵.

gráfico 4 ilustra a evolução do Ipca e do Incc, medindo variação de 12 meses ex-post, desde 2015. Ilustra a curva de descolamento do Incc x Ipca e a sua linha de tendência.



Nota: por causa da atipicidade da conjuntura, a linha de tendência foi construída abandonando os movimentos de 2020 e 2021.

⁵ Essa comparação não tem o objetivo de avaliar qualidade, nem de criticar, servindo somente para ilustrar a diferença entre fazer uma aplicação financeira contra investir em portfólio de imóveis para renda.

3. Os segmentos do mercado e seus indicadores

3.1. Comentários sobre o histórico dos últimos 12 meses e os dados da amostra sobre os proventos nos últimos 5 anos.

Saneamos as amostras extraídas da base de dados, desconsiderando os fundos cujas informações sobre rendas não estão inteiramente disponíveis e aqueles em que o multiplicador do PL pela renda supera o desvio da amostra. Com este critério chegamos aos indicadores do quadro 4.

No quadro postamos duas médias extraídas da base de dados. A informação da base de dados sobre yield sempre se reporta ao valor de mercado, de modo que a leitura desse indicador para ilustrar a qualidade do investimento fica distorcida, tendo em vista que, ocorrendo uma perda relativa de renda, o valor de mercado tende a baixar, reequilibrando o yield pelo benchmark do mercado.

A informação sobre os últimos 12 meses traz a distorção provocada pela conjuntura, penalizando escritórios corporativos e shoppings, esses em maior intensidade, tendo em vista os períodos de paralização da operação. Quanto aos corporativos, o yield verificado reflete descontos e uma certa reciclagem de inquilinos. De toda sorte, considere-se que, na data base do levantamento dos dados, a relação entre valor de mercado das cotas e valor patrimonial estava em 0,9047, de modo que, aparentemente as cotas estão precificadas levando em conta a qualidade da renda distribuída.

quadro 4 resultados gerados por segmento nos últimos 12 meses e média de 5 anos

especialização do portfólio	yield 12 meses relacionado ao valor de mercado	valor de mercado contra valor patrimonial	yield 12 meses ajustado pelo valor patrimonial	média anual de proventos em 5 anos, relacionados ao valor de mercado	representatividade no mercado pelo PL
cri recebíveis	9,99%	0,9776	9,76%	5,01%	27,45%
escritórios corporativos	7,59%	0,7731	5,87%	5,70%	17,99%
logística	7,16%	0,8915	6,38%	3,48%	15,34%
shoppings	4,75%	0,7457	3,54%	4,65%	13,09%
total desses segmentos					73,87%
total dos fundos	7,78%	0,9047	7,04%	5,01%	100,00%

Com respeito aos valores de mercado contra o patrimonial, identifica-se o que está na

leitura de analistas: shoppings estão depreciados e escritórios corporativos também, em razão do que se relata de dificuldades desses dois tipos de ativos provocadas pelos impactos da conjuntura.

Para julgar onde deveria estar o benchmark de mercado, consideremos o yield dos 12 meses na amostra da totalidade de fundos: 7,04% pelo valor patrimonial. Notamos que este patamar equivale ao múltiplo de 1,46 contra os títulos públicos com vencimento 2026, pelos valores tomados na mesma data da base de dados (23 de agosto) ⁶. Se usarmos a amostra dos três segmentos listados no quadro 4, o benchmark será 5,38% para 12 meses e 4,67% para a média de 5 anos.

Importante considerar que, com a queda de taxa referencial de juros ocorrida durante 2019, houve uma explosão de preços de cotas dos FII na B3, sem contrapartida no aumento na geração de renda. Ou seja, usando a referência dos escritórios como exemplo, não há nenhuma correlação entre a queda da taxa referencial de juros e o aumento de aluguéis, de modo que as cotas foram precificadas para cima para acompanhar a condição de competitividade dos investimentos alternativos. Essa situação baixa a renda das cotas; explicação para a taxa média dos proventos nos últimos 5 anos apresentar patamares mais baixos do que os dos últimos 12 meses.

De outro lado, nos últimos 12 meses, tendo ocorrido o movimento de preços de cotas para baixo em curva acentuada, o benchmark sobre o valor de mercado cresce⁷.

⁶ Para caracterizar o múltiplo, consideramos o total return dos fundos pelo proxy da renda agregada à variação do Ipca, usando a inflação implícita dos títulos públicos (i) Ipca contra (ii) pré-fixado. Consideramos também imposto de 15% sobre os proventos dos títulos públicos contra zero nos FII.

⁷ Quanto a esse tema, convém observar a relação, que deveria ser longínqua entre o benchmark do mercado lido pela relação |valor dos aluguéis do mercado contra o valor imóveis e seu custo de implantação| e a TRJ. Os FII detêm portfolios, cuja receita está vinculada à exploração dos imóveis, em fluxo que não flutua seguindo a TRJ. As referências são as ofertas de aluguel e a competitividade de mercado e os contratos são longos, com ajuste anual sob algum indicador inflacionário, com alternativa de revisão a mercado em ciclos de três anos. Os empreendedores tendem a fazer ofertas de valores de locação que remunerem seus investimentos de modo atrativo no longo prazo, que representa um múltiplo (no conceito de beta de cada investimento) contra a taxa de atratividade evidenciada pelos investimentos de risco desprezível, também dentro do setor e não na economia. Desse modo, o raciocínio que leva ao preço de oferta do aluguel deverá se amparar na economia pelo custo de oportunidade relacionado com títulos do tesouro Ipca+, apresentando um múltiplo que indica o risco do segmento e mais o risco do empreendimento em particular. No mercado dos imóveis dos portfolios aqui

3.2. O que se pode esperar de comportamento no médio prazo.

- **Shoppings.** Em uma leitura linear, com a retomada da operação dos shoppings e não havendo retrocesso na pandemia, as vendas poderão voltar aos níveis de regime e os aluguéis caberão no orçamento dos lojistas nos patamares contratados⁸. Entretanto, a evolução evidenciada dos mecanismos de e-commerce nessa conjuntura adversa, que acentuou uma tendência que já comprometia o desempenho de vendas nos shoppings, nos leva ao prognóstico de que as vendas em centros comerciais deverão cair em relação aos patamares históricos, podendo apresentar alguma compensação naqueles shoppings nos quais os empreendedores já procuram algum avanço em se vincular às transações das lojas via mecanismos de aquisição à distância.

Sob essa premissa, os proventos entregues pelos FII especializados crescerão em volume, que, mantido o patamar de preços das cotas, elevará o yield.

Todavia, o benchmark do mercado pelo yield, seja pelo conjunto dos FII, ou usando somente para comparação o conjunto de imóveis listados no quadro 4 está acima do yield de referência do segmento dos FII especializados em portfólios de shopping-centers. De outro lado, a tendência no médio prazo é de que a TRJ avance, o que deve pressionar o benchmark de mercado. O efeito de possível crescimento dos proventos sobre os preços de cotas de FII de shoppings pode

discutidos (quadro 4), o preço se equilibra pela dinâmica da oferta, nivelando todos os empreendimentos de mesma qualidade pelos seus atributos físicos e localização, sendo dominante o índice de vazios e, em muitas situações, indica um aluguel praticável que não é atrativo contra o investimento no imóvel. Apesar de que os investimentos devam ser estudados em ciclos de 20 anos, evidencia-se que a maioria das decisões de empreender está baseada no aluguel praticado na conjuntura da decisão de investir, como sendo uma imagem espelho para os 20 anos. Índice de vazios elevado provoca retração de oferta e faz as conhecidas ondas dos preços em real estate. Na onda depressiva, que é a configuração presente, a relação entre aluguéis e preços de imóveis é não atrativa, se a decisão de investimento for tomada em cenário espelho e a base de comparação for a relação $|\text{aluguel} \times \text{preço}|$ contra a TRJ. Ou seja, a TRJ acaba servindo de bengala para os medos contra os riscos de empreender e a oferta cai. No médio prazo, os vazios vão sendo ocupados frente ao crescimento da economia e, portanto, da demanda; quando, então, a onda se inverte.

⁸ Importa fazer as considerações de que: (i) os contratos de locação apresentam uma parcela fixada (piso) que costuma estar entre 75 e 80% do valor de aluguel previsto pela taxa sobre vendas, que é a base da maioria dos contratos; (ii) esse piso e a taxa são calibrados por tipo de atividade de cada lojista; (iii) é de se esperar que o equilíbrio dos contratos adiante seja vinculado a algum ajuste sobre a aplicação do indicador Igp-M aos pisos contratuais.

levar o yield para mais perto do benchmark, mantendo ainda baixos os preços das cotas. Nosso prognóstico é de que os preços de mercado das cotas dos FII desse segmento só venham a crescer quando consolidado o regime de vendas adequado para dar sustentação aos lojistas nos patamares de aluguel previstos nos contratos (pisos e taxas de locação) e quando a TRJ entrar em curva de queda, sendo provável que o preço das cotas possa até cair enquanto ocorrer o ciclo de elevação da TRJ.

- **Escritórios corporativos.** Quanto a esse segmento, a geração de proventos está vinculada a valores de locação e vazios.

São evidências: (i) a conjuntura nestes anos de 2020-2021 pressionou os portfólios, tendo em vista algum grau de alteração de política das empresas quanto a incluir trabalho à distância (home-office) de modo permanente para algumas tarefas, especialmente as mais burocráticas; (ii) as condições econômicas adversas levaram empresas a pressionar os locadores com respeito ao patamar de aluguéis e, (iii) por fim e muito relevante, uma parcela importante dos contratos alterou seu regime de reajuste de Igp-M para Ipca.

Diante dessas evidências, os proventos distribuídos pelos FII desse segmento caíram e, da mesma forma que nos demais, a combinação desse efeito com o aumento da TRJ levou os preços das cotas para baixo.

Nosso entendimento é que este mercado já está equilibrado e que não há pressões de vazios sobre os aluguéis, mas também não há fundamentos para acreditar em um crescimento de valores de locação acima da variação do Ipca no curto prazo. Isso se traduz em uma estabilidade dos preços de cotas nesse patamar, ainda pressionado pela curva da TRJ, ainda em ascensão, considerando as expectativas de inflação adiante, em 8,0% pelo relatório Focus (13 de setembro) para 2021. Mas a se julgar pela expectativa no mesmo relatório Focus, de Ipca a 4,03% para 2022, ainda que os aluguéis venham a se estabilizar em Ipca, as cotas podem ter seus preços revitalizados no médio prazo. Ou seja, com vazios decrescentes pela inatividade da oferta e TRJ para baixo, as cotas podem se valorizar.

Evidencia-se, em alguns momentos, uma especulação de valores de cotas fazendo espelho no valor patrimonial (vemos a relação para os FII de escritórios em 0,7731-quadro 4). Diz-se que a cota está "barata" porque seu espelho pelo valor patrimonial do portfólio indica um indicador de preço (em geral preço/m² ABL) abaixo do que se evidencia no mercado.

Como exemplo, usemos indicadores de um enclave AAA em São Paulo, em que se verificam ofertas de aluguel a R\$ 140,00/m² para preços praticados no patamar de R\$ 23.500/m². Considerando um imóvel protótipo dentro de um FII nessa configuração de valor de investimento e capacidade de geração de receita, depois das despesas de administração e operacionais do FII, o yield de 12 meses estará em 6,4%, que, para o benchmark de mercado (7,59% no quadro 4), indicaria a cota desse FII estar desvalorizada, levando o espelho do valor do imóvel para R\$ 20.150/m², ou seja 14,3% de desconto contra o valor do imóvel no mercado. No exemplo, para estar no benchmark do mercado, esse imóvel deveria ser alugado a R\$ 163,30/m², ou seja 16,7% acima do aluguel do mercado competitivo.

Então, a cota só estará barata, se o administrador do FII, verificando esse descolamento do mercado, vender o imóvel e distribuir o produto da venda encerrando o FII. Mas, se o investidor pretender permanecer no mercado de real estate, deverá tomar outro investimento, para o que encontrará a mesma disparidade, que só se reverterá na onda ascendente do mercado, desde que os aluguéis subam mais acelerado do que os preços, o que não é provável no médio prazo. Então, diante do paradoxo, fica a lição para o investimento em FII de portfolio de imóveis para renda: quando se julga a qualidade do investimento pelo yield produzido no médio prazo, o investimento se faz no fluxo da receita e não no imóvel. Quando se faz a leitura no longo prazo, como deve ser a lógica do investimento conservador em imóveis para renda, o indicador é taxa de retorno e aí, aqueles que investiram na "cota barata" verificarão a sua renda média no ciclo longo muito acima do yield, tendo em vista que, na curva ascendente o portfolio retomar o seu valor patrimonial justificado⁹.

- **Logística.** Quanto a esse segmento, a geração de proventos também está vinculada a valores de locação e vazios.

São evidências: (i) a conjuntura nestes últimos quatro anos, com ênfase para 2020-2021, com o crescimento do e-commerce, levantou os aluguéis e cobriu os vazios; (ii) investimentos em ritmo acelerado tem sido praticados em novos empreendimentos, o que tende a manter contida a curva de aluguéis, (iii) mas, essa dinâmica pode provocar vazios adiante, uma vez que a oferta não é controlada e

⁹ Investimentos devem ser analisados levando em conta a liquidez na saída. A leitura pela renda tópica em determinado ciclo pode conduzir a erro de decisão, a menos que a estratégia de investimento contemple giros agressivos de curto prazo.



NÚCLEO
DEREAL
ESTATE

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

CARTA DO NRE-POLI
julho-setembro 2021

no. 65-21

14

não é sustentável impor a ideia de que a demanda tenha elasticidade equivalente ao regime da oferta, (iv) enfatizando que, também nesse segmento, uma parcela importante dos contratos alterou seu regime de reajuste de Igp-M para Ipcá.

Os dados do quadro 4 indicam que o segmento é o mais estabilizado entre os três destacados, quando verificamos o preço das cotas (valor de mercado contra o valor patrimonial) e o yield no curto prazo comparado com o longo (12 meses contra 5 anos). Nosso prognóstico é que as cotas desse segmento não devem se apreciar, mantidos esses patamares de preço e renda no médio prazo, sendo resiliente à influência do aumento da TRJ. Ainda mais, custos de implantação estão mais elevados do que os estoques dos fundos desse perfil, de modo que o novo portfólio que migrará para os fundos, mesmo que aos valores atuais de aluguéis, tenderá a sofrer uma queda de yield.