

---

## **O CRESCIMENTO DOS ALUGUÉIS EM EDIFÍCIOS CORPORATIVOS NA CIDADE DE SÃO PAULO ACIMA DA INFLAÇÃO É INEXORÁVEL?**

---

Prof. Dr. Claudio Tavares de Alencar

### **1. Preâmbulo**

Há um forte alinhamento de expectativas entre executivos de companhias e gestores de fundos de investimento que detêm portfólios de edifícios de escritórios corporativos quanto ao comportamento dos aluguéis médios vigentes no mercado, de que estariam inequivocamente destinados a subir acima da inflação nos próximos anos.

Nesta Carta discorro sobre a plausibilidade desta assertiva. Com base em cenários alternativos da conjuntura econômica e de mercado especulamos em que medida e sob que circunstâncias poderá se verificar uma reversão da estagnação dos valores médios nominais praticados no mercado de São Paulo, conforme observado no gráfico 1 a seguir exposto.

A série histórica é originária da plataforma CRETool da Buildings Pesquisa Imobiliária<sup>1</sup> e refere-se ao estrato superior do mercado, compreendendo o universo de edifícios classe AA e AAA na cidade de São Paulo.

Resta evidente que a partir de janeiro de 2010<sup>2</sup> os preços médios de locação do estrato avançam acima do ipca-ibge constantemente até o terceiro trimestre de 2012, a partir daí observa-se uma queda recorrente, tanto em termos efetivos quanto em valores nominais. A curva descendente dos preços encontra o seu ponto de inflexão suave em janeiro de 2020, quando ensaia uma leve recuperação, rapidamente refreada com o advento da pandemia, de modo que ao final do terceiro trimestre de 2022, os preços nominais médios situam-se em patamares similares aos verificados no começo da década de 10, ou seja cerca de 90 R\$ por m<sup>2</sup> de ABL.

No mercado competitivo, por óbvio, os preços encontram seus patamares referenciais de transação a partir do estado da relação entre oferta e demanda para ocupação de espaços nos edifícios, que pode ser balizada por meio do indicador taxa de ocupação

---

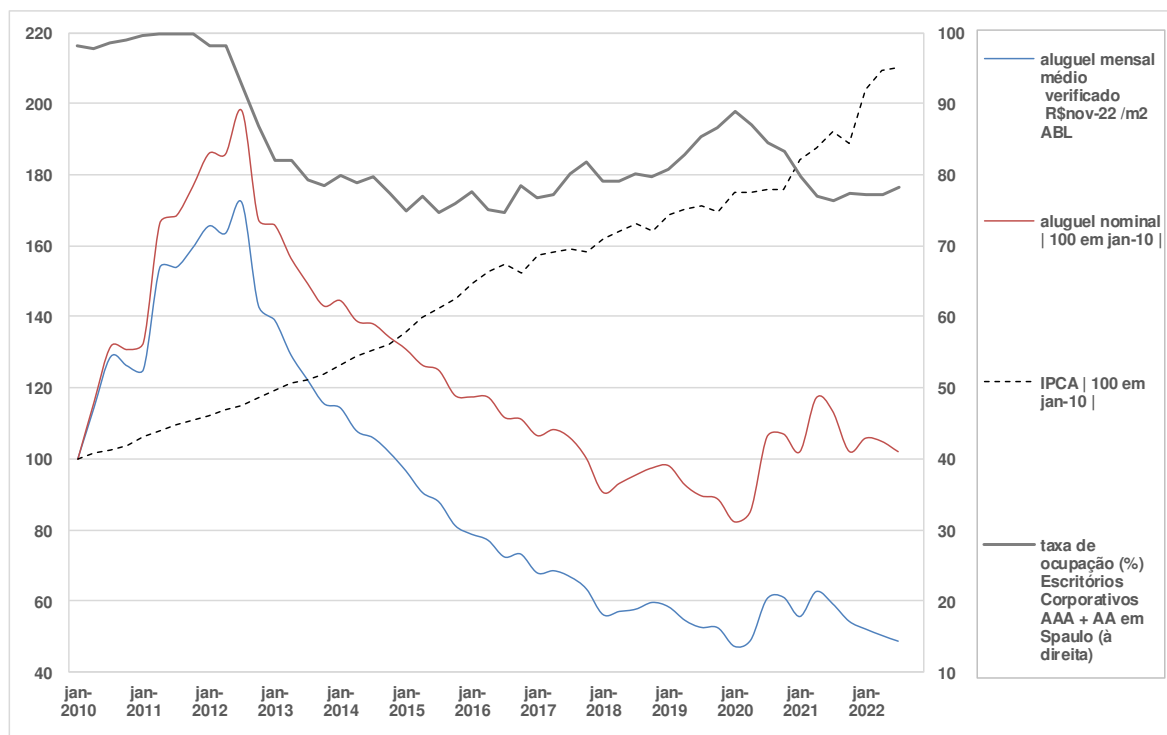
<sup>1</sup> O NRE-Poli é parceiro da Buildings e usa sua base de dados para pesquisas e publicações.

<sup>2</sup> Em verdade, os preços apresentam tendência de crescimento acima do ipca desde o início da série da Buildings, terceiro trimestre de 2005.

média no segmento que os compreende.

De fato, no gráfico 1 também é fácil observar que taxas de ocupação em ascensão são acompanhadas, após um certo intervalo de tempo, pelo incremento dos preços médios praticados no segmento de mercado; a tendência inversa também está manifesta no gráfico, ainda que se perceba alguma descontinuidade em alguns períodos da série, em particular a partir de 2014 até 2019, período no qual se registra estabilidade nas taxas de ocupação, em baixos patamares, no entorno de 80%, e queda nos preços; o que denota que a partir de certo nível de ocupação dos espaços nos edifícios, a clara percepção dos vazios que vigoram no mercado, favorece o inquilino na negociação de preços nas revisionais, ou mesmo nas datas dos reajustes contratuais.

gráfico 1 curvas de evolução de aluguéis – edifícios AA e AAA



Fonte: Buildings - CRETool

Assim, qualquer prognóstico acerca do comportamento dos preços dos aluguéis adiante no mercado paulistano de edifícios de escritórios de alto padrão é dependente do delineamento de tendências de evolução da oferta e da demanda por espaços corporativos na cidade.

Contudo, antes de se conjecturar acerca do comportamento macro, há que se considerar a heterogeneidade que caracteriza o desempenho dos variados clusters que concentram os edifícios na cidade. Por exemplo, no cluster da Faria Lima os preços médios de imóveis de alto padrão têm ensaiado uma recuperação em termos nominais, decorrente das baixas taxas de vacância que lá vigoram desde a retomada de atividades presenciais ao longo do ano, enquanto permanecem deprimidos na região da Chucru Zaidan em razão do excesso de oferta relativamente à demanda na região.

## 2. A Gênese da demanda

O mercado de locação de espaços para escritórios corporativos se consolidou nas principais metrópoles globais em decorrência, principalmente, do crescimento dos preços de terrenos nas áreas mais nobres das cidades e da necessidade das empresas em concentrar recursos não na constituição de ativos imobiliários, mas na busca de maior produtividade e competitividade no segmento de negócios em que opera.

A intensa evolução tecnológica dos processos gerenciais e de produção já de longa data em curso nos mais variados setores da economia não recomenda a realização de pesados investimentos em espaços corporativos próprios, especialmente naqueles cujo projeto aponta uma rigidez estrutural e arquitetônica de difícil reconfiguração, posto que as necessidades de espaço vão se alterar, seja na dimensão ou na configuração, na medida em que ocorrem mudanças de ordem tecnológica ou de processos de gestão e de gerenciamento empresarial. A reconfiguração das necessidades de espaço e adoção do modelo híbrido de trabalho é mais um emblemático exemplo desse predicado setorial.

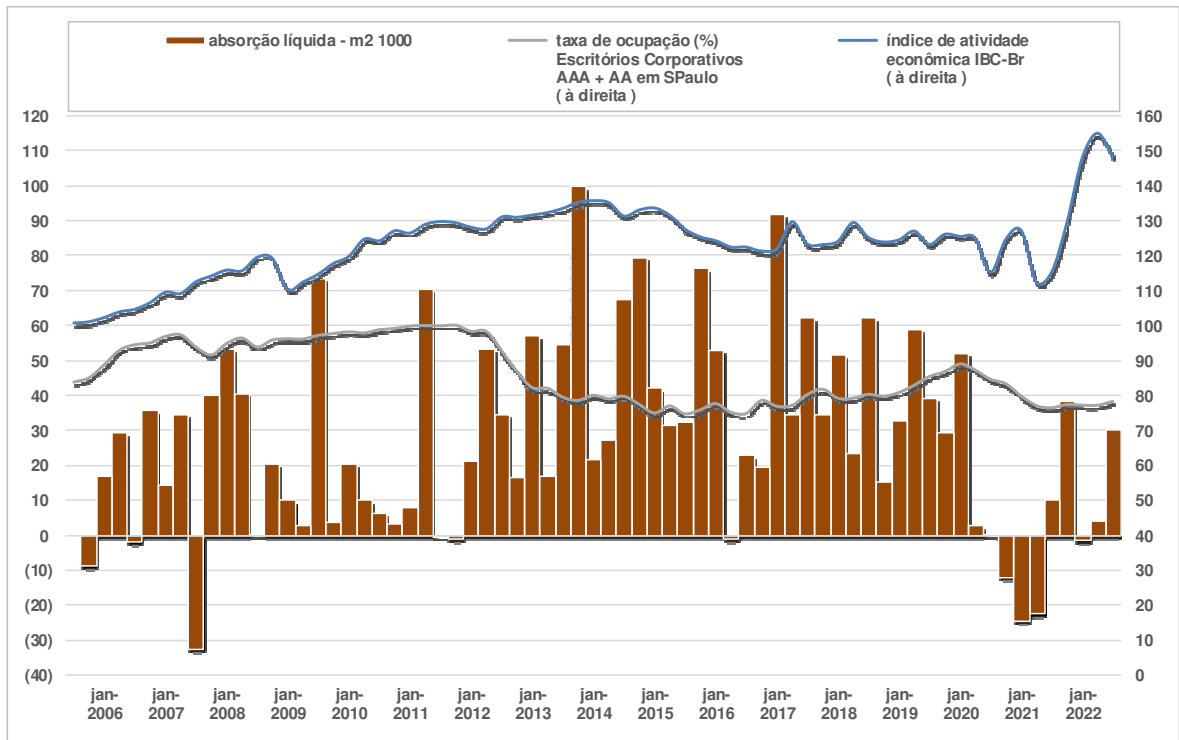
Ademais, é notável que o comportamento do mercado de escritórios está intimamente vinculado à dinâmica urbana, o que, aliás, não poderia ser de outra forma, visto que o palco onde se desdobram as atividades no setor é o próprio tecido urbano. Não obstante, é senso comum, inclusive derivado de sólida fundamentação empírica, que o comportamento da demanda por escritórios corporativos guarda estreita correlação com o comportamento macroeconômico.

Os indicadores que expressam o comportamento da demanda em um intervalo temporal são as taxas e as dimensões da absorção bruta e líquida. A absorção bruta permite visualizar a profundidade do mercado e a absorção líquida o seu dinamismo e o consumo efetivo de áreas disponíveis.

No gráfico 2 que segue são apresentados os indicadores de absorção do mercado vis

a vis o nível de atividade econômica no período, medida com base no IBC-Br.

gráfico 2 curvas de evolução da absorção de espaços



Fonte: Buildings - CRETool

O IBC-Br é o índice de atividade econômica do Banco Central que mensura, em periodicidade mensal, a evolução da atividade para auxiliar na formulação da política monetária. Conforme o nível de atividade avança ao longo do ano identifica-se direta repercussão na taxa de crescimento do PIB e, por suposto, na demanda por espaços de escritórios.

Com efeito, no horizonte analisado, identifica-se um coeficiente de correlação de cerca de 70%, quando medido em periodicidade anual, entre a taxa de avanço do PIB e o gradiente de ocupação dos espaços corporativos de alto padrão na cidade de São Paulo, o que marca a variável taxa de crescimento do PIB com alto potencial explicativo do desempenho da ocupação dos espaços no horizonte.

A aderência do comportamento da absorção de áreas de escritórios à taxa de expansão

da economia já havia sido detectada em outras Cartas<sup>3</sup> envolvendo outros períodos, inclusive aliada a outras variáveis como dimensão da oferta disponível e patamar de preços.

O perfil do gráfico 2 sinaliza uma mudança de paradigma na dimensão do mercado, o qual a partir de 2012 sofre forte incremento na média da absorção líquida anual, alcançando aproximadamente 170.000 m<sup>2</sup>, entre 2012 e 2019, enquanto de 2006 até 2011 a média anual da absorção líquida dos espaços situava-se no entorno de 64.000 m<sup>2</sup>.

Outro dado relevante é o total de áreas disponíveis para locação, que no terceiro trimestre de 2022 alcançou cerca de 574 mil m<sup>2</sup>, ou aproximadamente 21% do total da oferta de ABL dos 95 edifícios que compõe o segmento de mercado AA e AAA. A expectativa é que algum movimento de alta de preços deverá ocorrer quando esses parâmetros, área disponível e taxa de ocupação, caírem pela metade.

O último repique de preços em moeda da base (aqui novembro de 2022) corrobora essa tendência de pressão nos preços, ainda que com alguma defasagem, no caso cerca de 1 ano<sup>4</sup>, quando as taxas de ocupação em crescimento se aproximam de 90%.

O gráfico 2 oferece a informação que de janeiro de 2019 a fevereiro de 2020 a taxa de ocupação média para esse perfil de edifício saltou na cidade de São Paulo de 80% para 89%, impulsionando o incremento nos valores médios de aluguéis, em moeda da base, de 90,19 R\$/m<sup>2</sup> de ABL para 116,60 R\$/m<sup>2</sup> de ABL, ao longo do ano de 2020. A defasagem entre o incremento da ocupação e o reflexo nos preços pode ser explicada pelos contratos em vigência, que normalmente tem reajuste fixado por índices de inflação<sup>5</sup>.

### 3. A expansão da oferta

A peculiaridade mais marcante que distingue o setor de Real Estate de outros setores econômicos, no que tange aos seus respectivos ciclos de expansão e retração e as

<sup>3</sup> Cartas do NRE-Poli de outubro-dezembro de 2014 e 2015, entre outras.

<sup>4</sup> Prazo médio que as empresas praticam entre a decisão de mudar de imóvel e efetivamente ocupar o novo endereço, segundo opinião de agentes do mercado.

<sup>5</sup> Importa ressaltar que no biênio 2019-2020 a inflação medida pelo ipca-ibge se manteve bastante acomodada e, medida pelo IGP-m, a pressão se intensifica somente no último trimestre de 2020, o que sinaliza que o crescimento dos aluguéis teve pouca relação com os índices de reajuste contratuais, neste período.

correlações com os ciclos macroeconômicos, reside na sua maior inércia. Em outras palavras, as ondas de mercado no real estate, não obstante serem correlacionadas com o comportamento macroeconômico, evoluem defasadas em relação ao ciclo econômico principal. A extensão da defasagem entre as curvas do ciclo setorial<sup>6</sup> e do macroeconômico geralmente tem vínculo com os prazos de implantação dos empreendimentos.

A despeito da defasagem entre a curva de expansão da oferta setorial e da expansão da atividade econômica na sua totalidade estar vinculada aos prazos de implantação dos empreendimentos, esta também é fruto, justamente, do intervalo de tempo necessário para a decisão de retomada de investimentos setoriais, que além de ser orientada pelos processos de planejamento, decorre, também, da sedimentação de uma percepção individual do investidor e da formulação de expectativas de evolução da conjuntura econômica, para o médio e longo prazo, e seus potenciais impactos no desempenho de mercado.<sup>7</sup>

Conforme os empreendedores percebem a conjuntura e, formulam a respectiva expectativa de evolução com viés agressivo, poderá se configurar, em um primeiro momento, no aquecimento saudável da atividade setorial, mas que, no médio prazo poderá resultar em excesso de oferta, inclusive com o ciclo macroeconômico já em fase de estabilização, ou mesmo em declínio, de acordo com a amplitude dos ciclos, sobretudo porque as decisões no setor tendem a ser pautada com base em cenários espelhos da conjuntura, fomentando o denominado “efeito manada”. Ou seja, ondas em Real Estate resultam do desequilíbrio entre as forças de mercado, provocado pela desordem na oferta, devido principalmente ao fato de que os meios para perceber a oferta competitiva adiante são precários. Destarte, a inserção da oferta estocada somente será efetivada quando da ocorrência do recrudescimento da demanda no mercado caracterizando um novo ciclo de expansão.

De outro lado, o lançamento de expectativas de evolução conjuntural com viés conservador resultará, precisamente, em um maior descolamento entre as curvas de expansão das ondas nos mercados de Real Estate e o ciclo macroeconômico. Do mesmo modo, tendo como referência uma certa estabilidade conjuntural,

---

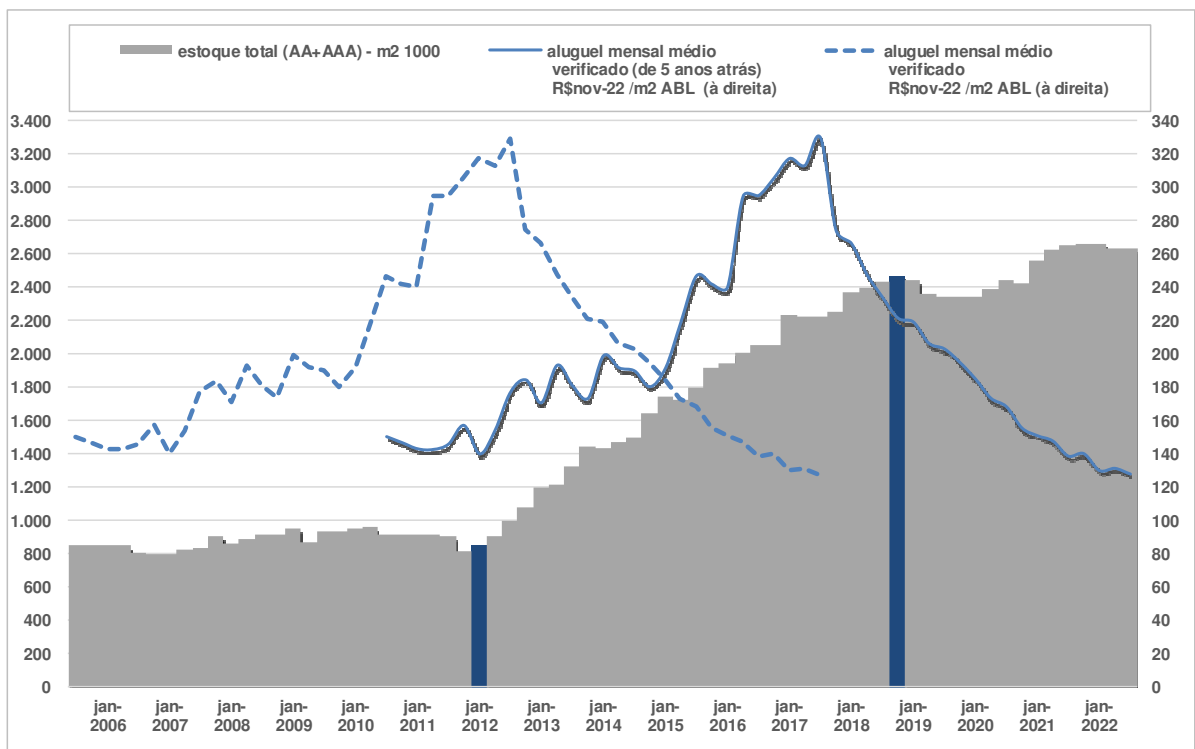
<sup>6</sup> Evidente que sempre haverá a possibilidade da ocorrência de ciclos em segmentos específicos do setor com comportamentos distintos da tendência setorial e macroeconômica.

<sup>7</sup> Expresso a partir de indicadores setoriais específicos, os quais os mais usuais são os preços médios para locação e para venda e, taxas de vacância.

macroeconômica e de mercado, a percepção conservadora para a evolução desta conjuntura e para o desempenho médio nos mercados de Real Estate, propiciará a antecipação da curva de retração da atividade no segmento em relação ao ciclo macroeconômico, gerando, assim, também, o descolamento entre as respectivas curvas nas fases de retração dos ciclos.

O gráfico 3 apresenta com alta nitidez a tendência no mercado do emprego de cenários espelho para amparar decisões de investimento, aqueles que revelam exclusivamente condições do presente, eventualmente favoráveis a novos investimentos, induzindo a decisão de investir em ciclo de longo prazo, cujo resultado das decisões, no que tange à entrada de nova oferta de empreendimentos, ocorre somente 5 ou mais anos adiante.

gráfico 3 curvas de evolução da oferta contra evolução de aluguéis defasados de 5 anos



Fonte: Buildings - CRETool

A curva tracejada reflete o comportamento dos preços médios no segmento de alto padrão do terceiro trimestre de 2005 ao terceiro de 2017, expressos em

R\$ de novembro de 22. A curva contínua em azul é o espelho da tracejada com defasagem de 5 anos adiante. A sincronia de 5 anos entre o crescimento dos preços de mercado e a expansão mais acentuada da oferta é evidente e precisa.

Extraída da análise da série histórica, a média dos preços inicia uma trajetória de crescimento firme e contínua a partir do **segundo trimestre de 2007**, partindo do patamar de cerca de **150 R\$ de nov-22 /m2 de ABL/ mês**, alcançando o pico de cerca de **330 R\$ de nov-22 /m2 de ABL/ mês** no **terceiro trimestre de 2012**.

Quanto à expansão da oferta de novos empreendimentos, é instigante a sincronia verificada, pois, justamente a partir do segundo trimestre de 2012, primeira coluna em azul no gráfico, exatos 5 anos<sup>8</sup> após o início do crescimento dos preços de locação, a disponibilização de novas áreas entrando no mercado ganha tração<sup>9</sup>. Esta fase do ciclo de acentuada expansão da oferta alcança até o último trimestre de 2018, envolvendo 6 anos de duração.

Em seguida, compreendendo os últimos 4 anos (de 2019 a 2022), percebe-se uma estabilização, ou antes, um crescimento muito reduzido da oferta de novos empreendimentos, que de todo modo ainda não foi capaz de impactar positivamente na recuperação dos preços, até porque a demanda também está deprimida e passando por mudanças estruturais.

A questão é, quando o mercado reunirá as condições necessárias para que se observe a retomada de um crescimento vigoroso dos preços médios de locação, de modo similar ao apurado no último ciclo de expansão de um pouco mais de 100%, em termos efetivos, em 5 anos?

Curiosamente os comentários e opiniões de analistas e investidores remetem à necessidade de um incremento de cerca de 50% nos atuais valores praticados para que uma nova safra de empreendimentos seja mais fortemente impulsionada na cidade de São Paulo, tal qual ocorrido entre 2007 e 2012. A História pode se repetir?

A seguir tecemos alguns breves comentários sobre a questão.

---

<sup>8</sup> Coincidência ou tendência? Na cidade de São Paulo prazos de 5 anos são comuns entre a tomada de decisão de investimento e a entrada do edifício pronto no mercado.

<sup>9</sup> Em paralelo, como se observa na curva tracejada os preços de locação em moeda da base (nov-22) caem vertiginosamente.



#### 4. Cenários de médio prazo

A **condição necessária** para deflagrar uma curva de ascensão dos preços de locação no segmento de alto padrão é a redução do estoque disponibilizado de áreas para locação, dos atuais 574 mil metros quadrados para um patamar no entorno de 250 a 260 mil metros quadrados, o que levaria a taxa de vacância a 10%, como média no mercado. Esta conjectura é caudatária da estagnação da oferta nos atuais níveis e que não se verifique grandes movimentos no sentido inverso do *Flight to Quality*, ou seja um *Flight to Price* para prédios de menor qualidade.

A primeira hipótese está sustentada pelo baixo nível de atividade construtiva que vige no mercado. A evidência: ao longo de 2022 não houve expansão do estoque novo e o que está em construção é menos de 1/3 dos 1 milhão de metros quadrados que se verificava entre 2011 e 2014, no pico histórico de construção de novos empreendimentos do segmento.

A segunda, pondero como de baixíssima probabilidade de ocorrência, tendo em vista as necessidades e anseios de ocupação dos inquilinos típicos desta classe de edifícios, e que somente aconteceria, justamente, na falta de espaços mais qualificados em oferta.

O atendimento da **condição necessária** reside, portanto, na absorção líquida de cerca de 300 mil metros quadrados de escritórios corporativos de alto padrão para, a partir daí, surgirem pressões de alta nas negociações de preços entre inquilinos e proprietários. Se tomarmos as referências paramétricas do segmento, esta área equivale a aproximadamente 11 edifícios protótipos.

Com base no perfil de desempenho histórico do mercado poderia se arbitrar um prazo de um ano e meio a dois para efetivação desta dimensão de ocupação, desde que a dimensão do crescimento econômico adiante assim o permitir.

O cenário econômico de curto prazo (2023) não favorece o crescimento, ainda que fundamentos da economia brasileira, como nível das reservas, déficit primário, relação dívida-PIB, recuperação do nível de atividade e de emprego, se encontrem relativamente satisfatórios depois da crise.

A opinião prevalente entre analistas é de manutenção dos atuais patamares tanto para inflação quanto para a taxa referencial de juros, que aliada às incertezas políticas com respeito à austeridade fiscal, não obstante a consistência atual dos fundamentos e de novos marcos regulatórios, turvam o ambiente para novos investimentos ao longo do ano.



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 2022

no. 70-22

10

Diante desse cenário, e admitindo-se a manutenção dos pilares da política econômica e das reformas regulatórias que permitiram a melhoria dos fundamentos nos últimos anos, poderíamos esperar a ocorrência de uma curva de crescimento nos preços a partir de meados de 2025-início de 2026, isto é, desde que esta **condição necessária** venha **acompanhada de uma suficiente** que contemple um balanço equilibrado entre o novo formato de demanda por espaços de escritórios corporativos, por suposto mais amplos e flexíveis, e a perpetuação do formato de home office para algumas posições de trabalho.