



---

## **ESCRITÓRIOS DE ALTO PADRÃO NA CIDADE DE SÃO PAULO CENÁRIO PARA OS PRÓXIMOS ANOS**

---

Prof. Dr. João da Rocha Lima Jr.  
Profa. Dra. Eliane Monetti  
Prof. Dr. Claudio Tavares de Alencar

### **Preliminares**

i. No início de 2014, com fundamento em base de dados da Revista Buildings, analisamos o comportamento do mercado de Escritórios Corporativos de Alto Padrão na Cidade de São Paulo, procurando reconhecer tendências e avaliar o cenário para os próximos anos, resultando em artigo recentemente publicado. Na reunião do Comitê de Mercado do NRE-Poli de outubro-14 o tema foi debatido, utilizando-se a mesma base de dados. A nota da reunião será brevemente publicada, com enfoque nas diferentes interpretações dos dados feitas pelos seus membros. Nesta Carta voltamos ao assunto, para relatar alguns conceitos sobre espaços corporativos (investimento, absorção e preços) e ilustramos projeções de absorção e preços na cidade, tendo em vista diferentes cenários para o andamento da economia.

ii. A questão da ocupação e dos vazios de edifícios de escritórios corporativos pode ser tratada a partir de algumas premissas:

(1) os edifícios corporativos são empreendimentos de investidores conservadores, que aplicam recursos na busca de rendas harmônicas em ciclos longos, com segurança elevada representada pela pretensa estabilidade de valor do ativo<sup>1</sup>;

(2) no mercado brasileiro a estratégia privilegiada de investimento é aplicar capital, sem recorrer a financiamentos para implantar os edifícios. O princípio do "capital amador" de que "investimento em custo agrega valor" fundamenta critérios pouco técnicos para decidir quando investir, tendo em vista que um corolário do princípio é que, "mesmo com renda inferior ao esperado<sup>2</sup>, o investimento estará protegido por concreto e aço". Ou seja, o timing do investimento está associado à oportunidade de

---

<sup>1</sup> A leitura genérica tem fundamento em certa dose de money illusion. O melhor que se pode afirmar, desde que a compra do ativo tenha sido feita por preço igual ou menor ao seu fair value, é que resulta provável que o valor de mercado do ativo sofra pequenas variações, sempre que mantenha a sua qualidade e competitividade no mercado.

<sup>2</sup> Situações em que o mercado está deprimido

investimento e não à melhor expectativa de desempenho do investimento;

(3) nos investimentos em edifícios para renda vigora outro "princípio amador"<sup>3</sup> de que o melhor raciocínio para julgar a oportunidade de investimento é associar aluguéis vigentes a preços (ou custos para implantar) correntes, aferindo-se um parâmetro que os relaciona e que é projetado como espelho na vida do investimento (alguns anos para construir e 20 anos para estudar a qualidade do investimento).

A ideia de que o edifício protege o investimento e o uso do cenário espelho para decidir oportunidades de investimento tendem a conduzir que os investimentos cresçam nos ciclos de aluguéis altos e se retraiam nos ciclos de baixa. Essa combinação é, por sua vez, uma das acionadoras das ondas de mercado, que provocam: i.- vazios por excesso de investimentos e ii.- aluguéis acima do fair value por represamento de investimentos.

iii. A demanda por escritórios corporativos tem vínculo estreito com o andamento da economia. Períodos de crescimento repercutem na necessidade de ampliação de espaços para as companhias e, na retração, as contas de "custo de ocupação" são as vitimadas pelos primeiros cortes. Os dados compilados sustentam a evidência de que há elevada correlação entre a evolução do PIB e a ocupação dos espaços de escritórios no conceito de absorção líquida.

iv. Utilizamos os dados dos escritórios denominados classe A agregados, na forma como a base foi construída. Segundo o método de classificação utilizado pelo NRE-Poli (vide [www.realestate.br](http://www.realestate.br)) esta classe se divide em três categorias: A, AA e AAA, mas não há como reclassificar a base de dados.

Um dos argumentos que rebate a projeção determinística do comportamento dos vazios diante da evolução do PIB e sua repercussão no preço dos aluguéis é que "diante da queda relativa dos aluguéis quando os vazios crescem"<sup>4</sup>, verifica-se uma migração vertical. Aluguéis mais baratos podem estimular empresas a ganhar qualidade nos espaços que ocupam, migrando de A para AA e de AA para AAA. Isso parece coerente e é verificado qualitativamente<sup>5</sup>, projetando-se inclusive para migrações de classes inferiores (exemplo: de B para A). Todavia, quando se mede a absorção líquida do conjunto da classe A, como está a base de dados utilizada para nossa análise, as

---

<sup>3</sup> Este assunto já foi tratado na Carta intitulada Money Illusion.

<sup>4</sup> Os Investidores (proprietários dos edifícios ou lajes corporativas) devem rebaixar os preços ofertados dos aluguéis para disputar mercados escassos (lei da avidez de riqueza, por alguns denominada lei da oferta e demanda)

<sup>5</sup> Não há base de dados sobre movimentos verticais e não seria possível construí-la.

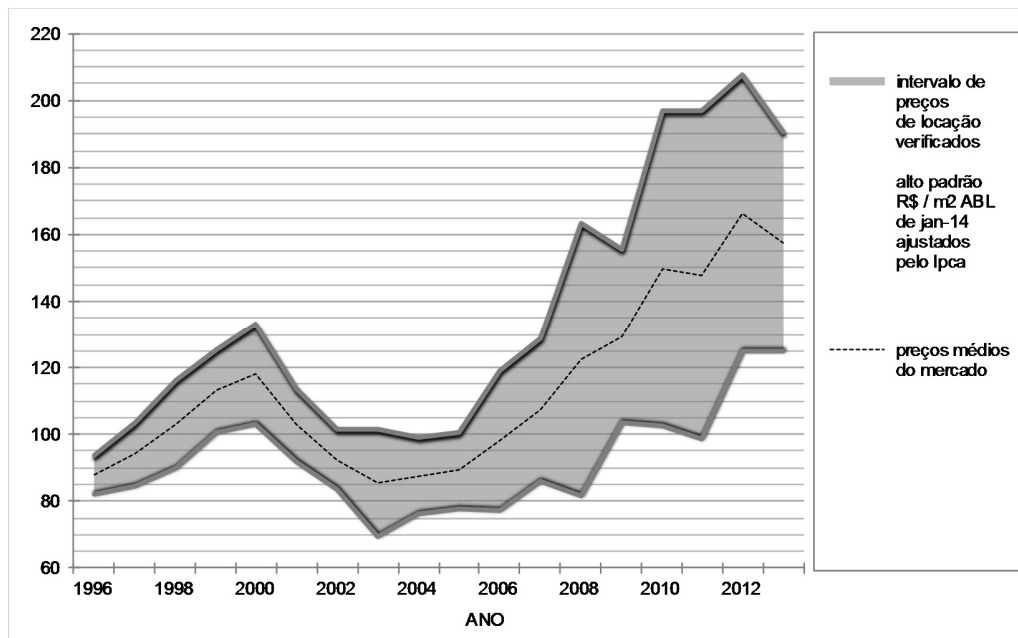
migrações de A para cima já estão consideradas, sem necessidade de separá-las por categoria. Desse modo, reconhecendo correlações sustentadas, é lícito estabelecer projeções adiante utilizando a matriz paramétrica da correlação entre PIB e absorção líquida.

v. A correlação entre aluguéis praticados e o índice de vazios é evidente e é validada pelos valores compilados na base de dados que utilizamos.

1. A base de dados de 1996 até 2013.

i. O intervalo de preços de aluguel verificados, com valores expressos em R\$ de jan-14, pelo Ipcá<sup>6</sup> está no gráfico 1, verificando-se a aceleração a partir de 2005, com amortecimento a partir de 2010. Os aluguéis das categorias superiores aceleram mais intensamente a partir de 2005, porque a oferta relativa foi mais escassa no período, estando esta categoria ora nitidamente sobre ofertada.

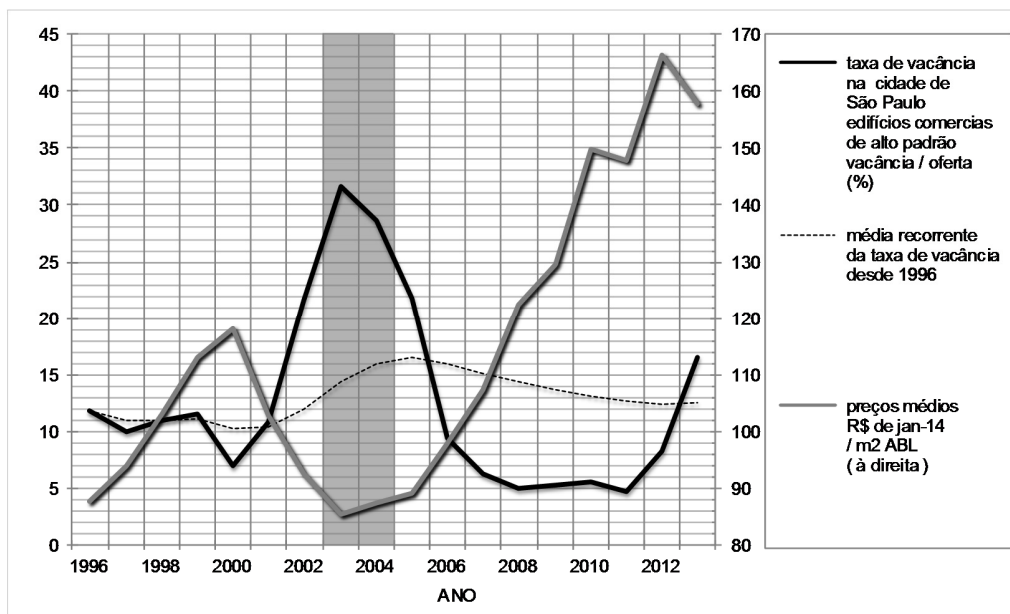
gráfico 1



<sup>6</sup> Todos os valores neste texto estão ajustados para jan-14 pelo Ipcá-Ibge, para homogeneizar a sua leitura e comparação.

ii. Contrapondo os preços contra a taxa de vacância, encontramos a imagem do gráfico 2, verificando-se a correlação entre o preço dos aluguéis e a oferta (vazios crescentes estão relacionados com aluguéis mais baixos). Verifica-se que a curva de preços não apresenta delay de resposta contra os vazios, comprovando o que é o senso comum, de que a dinâmica do mercado do real estate não compreende um ajuste de percepção dos desequilíbrios entre oferta e demanda (os preços caem ou sobem muito próximos das evidências da demanda: pico de vacância e piso de preços ocorreu em 2003)<sup>7</sup>.

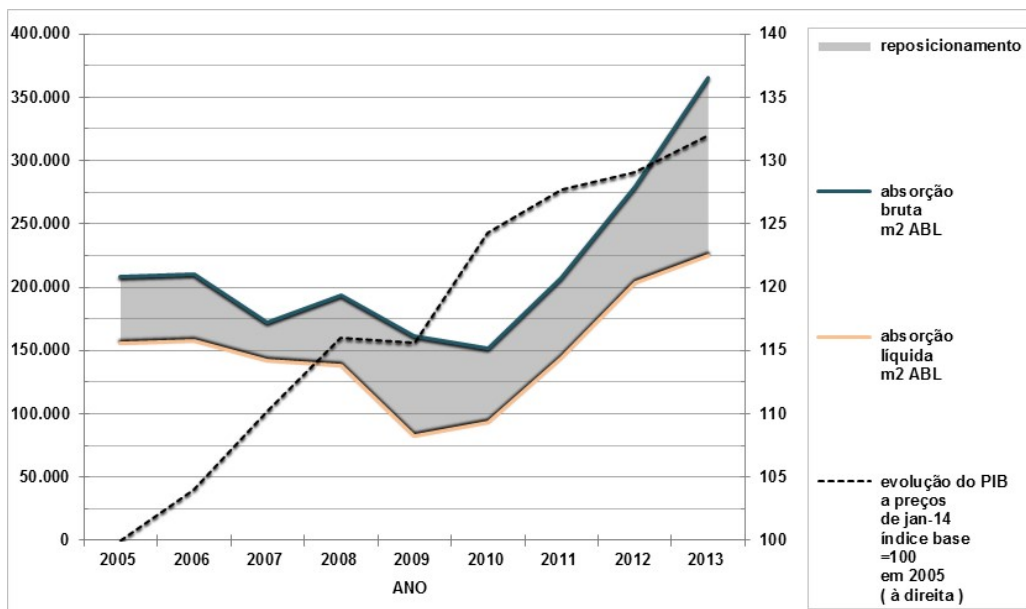
gráfico 2



<sup>7</sup> Se o inflator utilizado para ajuste for o Igp-m, identifica-se um delay de resposta de um ano. Muitos contratos de locação são firmados com ajuste em Igp-m, mas a leitura dos movimentos de mercado deve compreender deflação pelo índice de inflação mais acessível à percepção do mercado e não pelo índice de correção de contratos.

iii. A absorção líquida de espaços deve apresentar correlação com o PIB e é o que se verifica no gráfico 3<sup>8</sup>. Neste gráfico 3 a correlação é evidenciada a partir de 2009, ainda que entre 2005 e 2007 tenha ocorrido uma acomodação da absorção líquida para um PIB crescendo, verificando-se porém uma queda de absorção de 2008 para 2009.

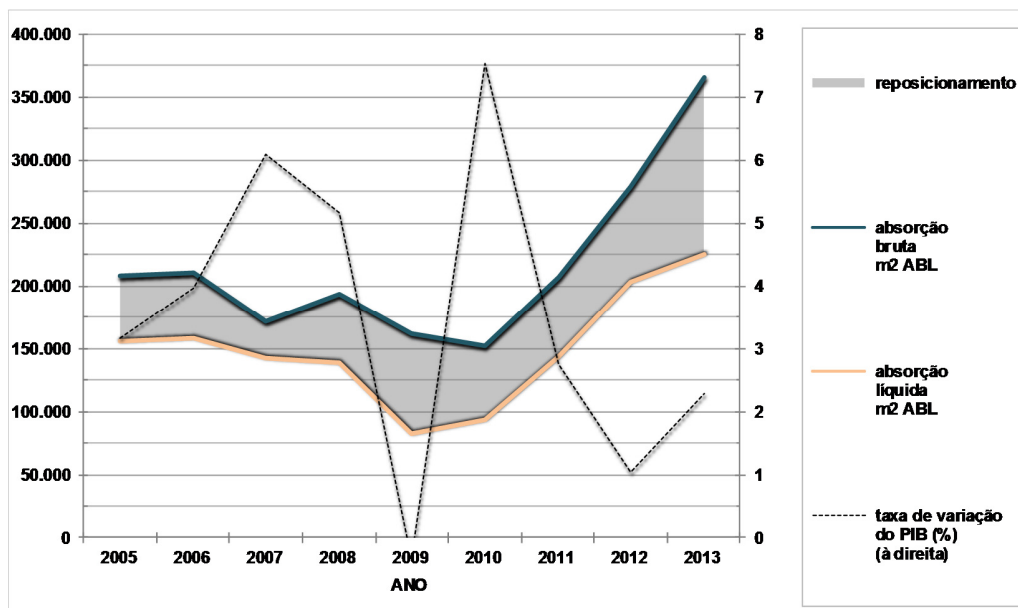
gráfico 3



<sup>8</sup> Notamos que a base de dados tem maior confiabilidade a partir de 2005, o que nos fez reduzir o horizonte de análise das correlações.

No gráfico 3A plotamos os mesmos dados de absorção contra a taxa de variação do PIB. Para os aficionados de parâmetros, na média deste intervalo (2005-2013) a absorção líquida é de ~62.500 m<sup>2</sup> ABL para cada ponto de porcentagem de variação do PIB, mas com grande desvio. Por exemplo, em 2010 ~12.400 e em 2012 ~197.000. Excluindo 2012 e 2013, o parâmetro médio é mais estável: ~34.000.

gráfico 3A



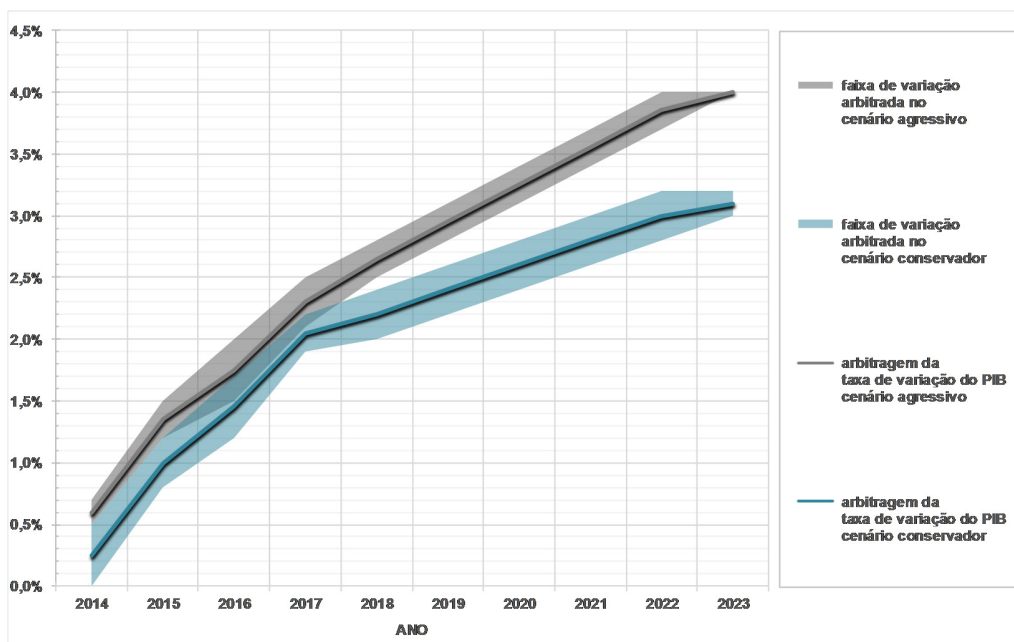
## 2. Cenários para o PIB adiante.

Considerando as diferentes perspectivas de comportamento da economia brasileira, especialmente com relação às correções de rota da inflação e das políticas com repercussão no emprego e na renda, arbitramos dois cenários para a evolução do PIB. As denominações de agressivo e conservador são para diferenciá-los intrinsecamente, mas ambos compreendem uma perspectiva moderada de crescimento, partindo de uma já identificada situação muito frágil para 2014, com modesta recuperação em 2015, tendo em vista as necessárias correções das distorções evidenciadas na presente conjuntura.

Como é adequado para desenhar projeções que só podem ser sustentadas por arbitragem, consideramos intervalos de variação da taxa de crescimento do PIB, na forma indicada no gráfico 4.

Ao final do texto inserimos a análise da repercussão no mercado de situações extremas de recuperação acelerada e de estagnação da economia.

gráfico 4

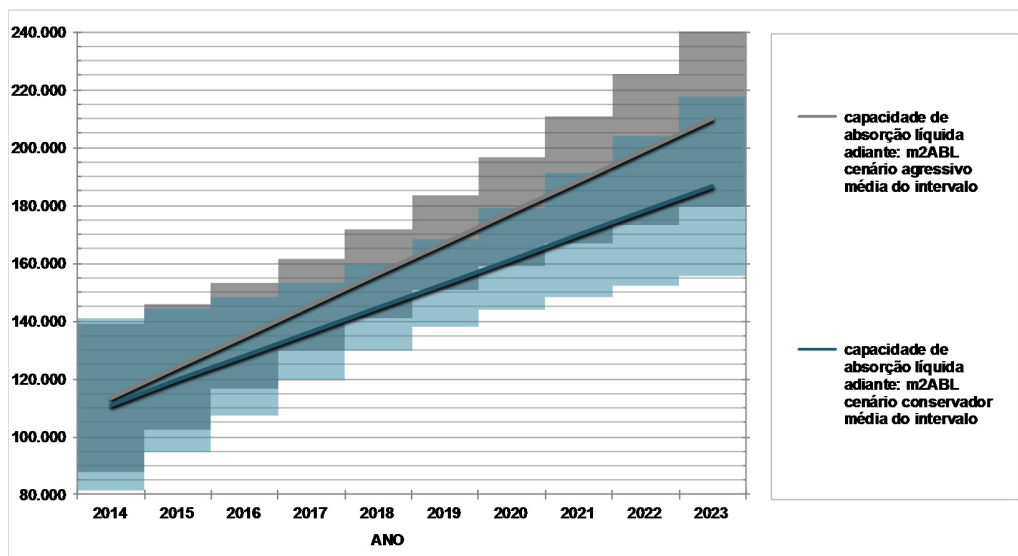


### 3. Cenários da capacidade de absorção líquida adiante.

A absorção líquida é estreitamente correlacionada com a evolução do PIB. Para o conjunto dos cenários do gráfico 4 (médias de comportamento e intervalo de comportamento), levando em conta as correlações evidenciadas pela base de dados utilizada na nossa análise, encontramos intervalos de capacidade de absorção líquida no mercado corporativo classe A, cuja descrição está no gráfico 5.

A capacidade de absorção de novos espaços pelas companhias é derivada do seu crescimento e a absorção líquida desconta as migrações verticais verificadas quando os aluguéis dos imóveis de qualidade superior estão deprimidos, permitindo que companhias façam uma opção de qualidade, mesmo que não necessitem maiores espaços para operar<sup>9</sup>.

gráfico 5



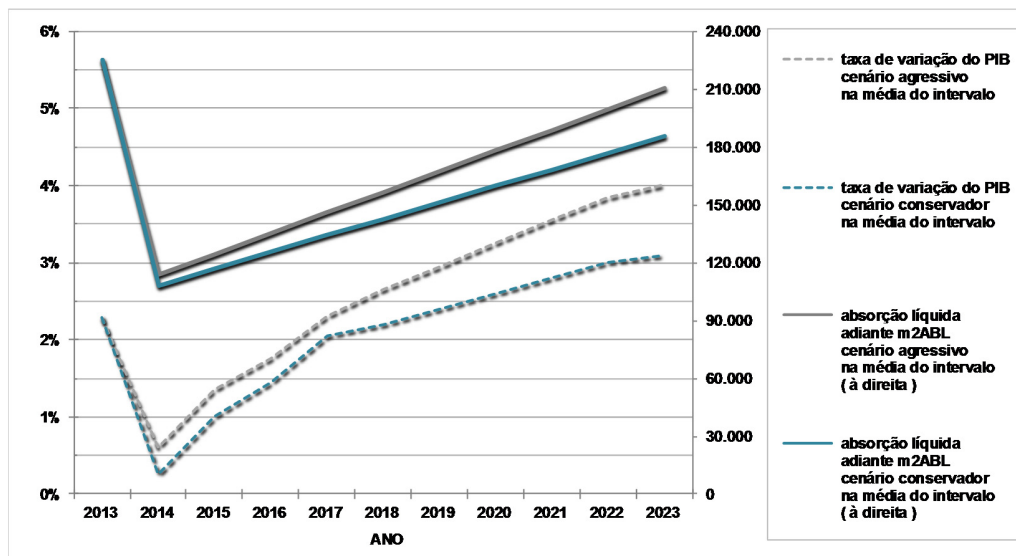
A absorção líquida computa novas locações dentro do conjunto e deve-se considerar que a absorção das categorias superiores pode ser mais acentuada, sempre que, ocorrendo uma taxa de vacância que insufla competitividade agressiva, os preços ofertados dos aluguéis não contemplem o fair price necessário para remunerar

<sup>9</sup> Como se verifica no gráfico 3, a absorção sempre leva em conta uma parcela relevante de reposicionamento.

adequadamente os investimentos, mas preços deprimidos aceitos exclusivamente para não manter os espaços ociosos<sup>10</sup>.

O gráfico 45 associa as médias de evolução do PIB e de absorção, para auxiliar a leitura dos efeitos do PIB na capacidade do mercado de encaixar novos espaços de escritórios.

gráfico 45



#### 4. Cenários da absorção líquida e da taxa de vacância adiante.

Usando a média do intervalo de capacidade do mercado de absorver novos escritórios nas categorias da classe A mostradas no gráfico 45 para o cenário conservador e considerando: i. - os estoques e a vacância em dezembro de 2013 e ii. - as entregas programadas identificadas (expressivas) na base de dados utilizada nesta análise para o horizonte 2014-2017 encontramos o comportamento expresso no gráfico 6.

A tabela 7 mostra as diferenças entre as taxas de vacância utilizando os cenários agressivo e conservador, considerando as entregas programadas.

<sup>10</sup> Espaços ociosos não provocam não somente "não renda", mas são indutores de custos, de modo que, em depressão (elevadas taxas de vacância), é natural que os alugueis ofertados acabem por se situar abaixo do fair price.

gráfico 6

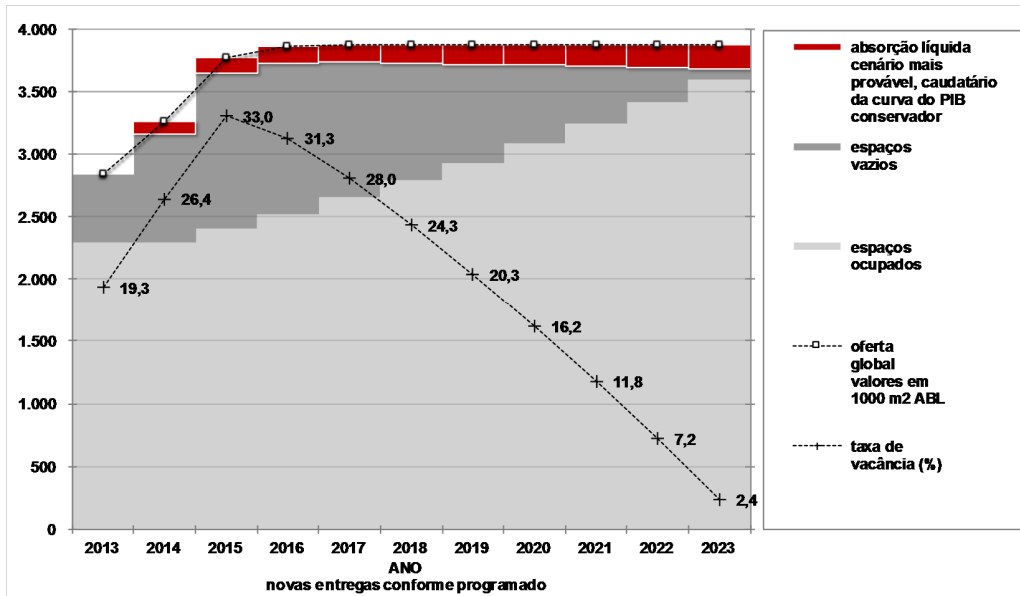


tabela 7

expectativa de comportamento do mercado até 2023 - edifícios corporativos Classe A														
comportamento relativo à oferta de 3.872.067 m2 ABL														
área bruta locável (valores em 1000 m2)														
ano ref	novas entregas	oferta global	absorção líquida	vacância	taxa de vacância % da oferta	espaços ocupados	cenário conservador sem novos empreendimentos				cenário agressivo sem novos empreendimentos			
							absorção líquida	vacância	taxa de vacância % da oferta	espaços ocupados	absorção líquida	vacância	taxa de vacância % da oferta	espaços ocupados
2013		2.841	-	549	19,3	2.292	-	549	19,3	2.292	-	549	19,3	2.292
2014	425	3.266	111	863	26,4	2.403	113	861	26,4	2.405	113	861	26,4	2.405
2015	500	3.767	120	1.244	33,0	2.523	124	1.237	32,8	2.529	124	1.237	32,8	2.529
2016	90	3.857	128	1.206	31,3	2.650	135	1.192	30,9	2.664	135	1.192	30,9	2.664
2017	15	3.872	136	1.085	28,0	2.787	146	1.062	27,4	2.810	146	1.062	27,4	2.810
2018	-	3.872	145	941	24,3	2.931	156	906	23,4	2.966	156	906	23,4	2.966
2019	-	3.872	153	788	20,3	3.085	167	738	19,1	3.134	167	738	19,1	3.134
2020	-	3.872	161	626	16,2	3.246	178	561	14,5	3.311	178	561	14,5	3.311
2021	-	3.872	170	456	11,8	3.416	189	372	9,6	3.500	189	372	9,6	3.500
2022	-	3.872	178	278	7,2	3.594	199	173	4,5	3.699	199	173	4,5	3.699
2023	-	3.872	187	91	2,4	3.781	173	-	-	3.872	173	-	-	3.872

#### 4.1. Cenários da absorção líquida e da taxa de vacância adiante, com entregas retardadas.

Ao final de 2014 já se percebe que algumas entregas previstas podem ser retardadas, seja por atrasos de conclusão de obras, como por distensão do prazo de construção para reduzir o fluxo de investimentos e entrar no mercado competitivo mais adiante, tendo em vista as evidências dos vazios atuais e da pequena capacidade de recuperação da curva de demanda e dos alugueis, como está refletido nas conclusões desta análise.

Mostramos adiante reflexos de retardo da entrada no mercado competitivo dos edifícios em construção.

#### 5. Cenários da taxa de vacância e dos preços adiante.

Usando o intervalo de capacidade do mercado de absorver novos escritórios nas categorias da classe A mostradas no gráfico 5 para o cenário conservador e considerando: i. - os estoques e a vacância em dezembro de 2013 e ii. - as entregas programadas identificadas (expressivas) na base de dados utilizada nesta análise para o horizonte 2014-2017 encontramos a expectativa de preços expressa no gráfico 8.

Para a hipótese de retardo nas entregas, a taxa de vacância se acomoda melhor nos primeiros anos do ciclo, de modo que a curva de preços esperados fica mais favorável.

No gráfico 9 ilustramos a projeção da taxa de vacância usando o cenário conservador para o PIB (média do intervalo) e retardando as entregas. No mesmo gráfico ilustramos a projeção do intervalo de preços, cujo piso é derivado das maiores taxas de vacância e o teto das menores.

Com respeito às projeções, sempre é importante acentuar que a análise do comportamento do mercado, pela base de dados utilizada, indica que caindo a vacância, na proximidade da taxa de 10% os preços dos alugueis reagem. A análise que é possível fazer com a base de dados leva à uma medida de esgotamento da oferta (vacância = zero), que é uma posição virtual de fronteira. Desse modo, projeções de preços com taxa de vacância abaixo de 10% não tem confiabilidade.

A própria taxa de vacância tem apoio na medida contra a oferta hoje conhecida (estoques + empreendimentos programados), mas desconsidera quaisquer novos investimentos, em qualquer ritmo, seja dosado com suporte em planejamento, seja de capital amador.

gráfico 8

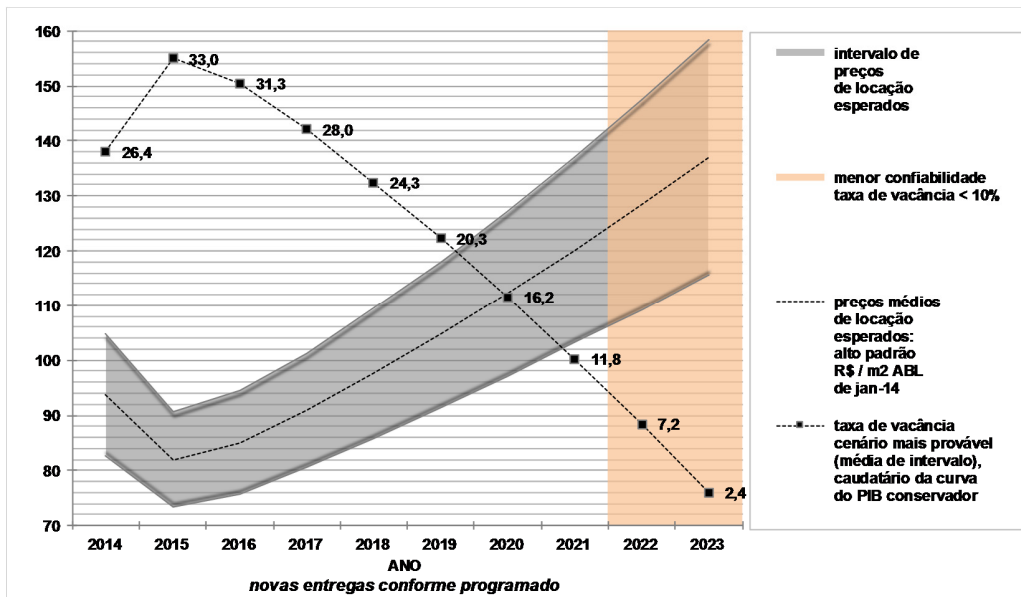
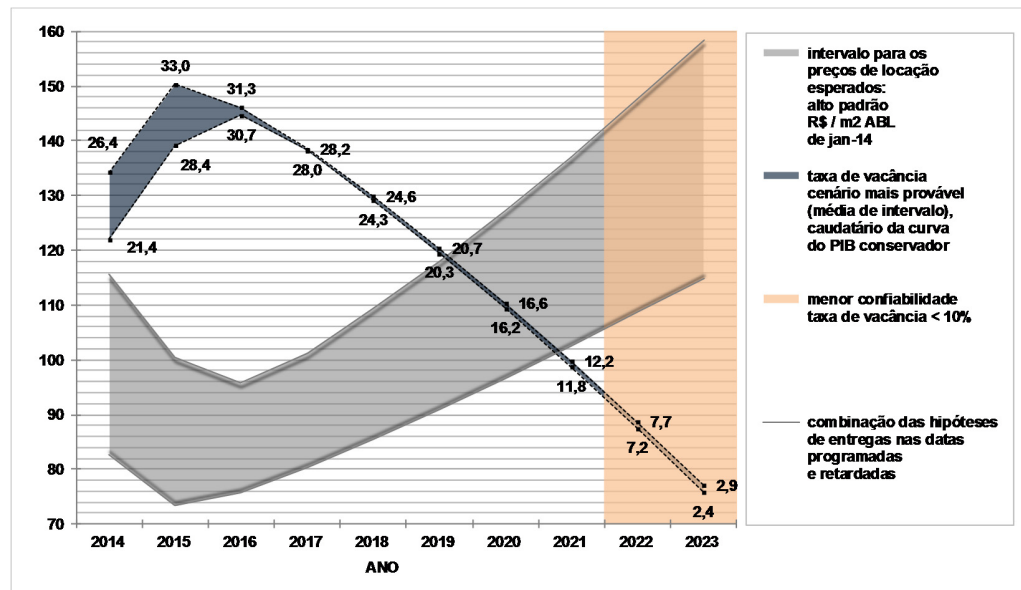


gráfico 9



## 6. Cenários sob comportamentos extremos da economia adiante.

Arbitrando cenários de **estagnação** e **recuperação acelerada**, cujos parâmetros estão indicados no gráfico 10, a resposta de projeção, utilizando os modelos:

- i de correlação entre PIB e absorção líquida, que resultam na taxa de vacância e
  - ii. de correlação entre a taxa de vacância e os preços dos alugueis,
- encontramos as posições dos gráficos 11 e 11A.

gráfico 10

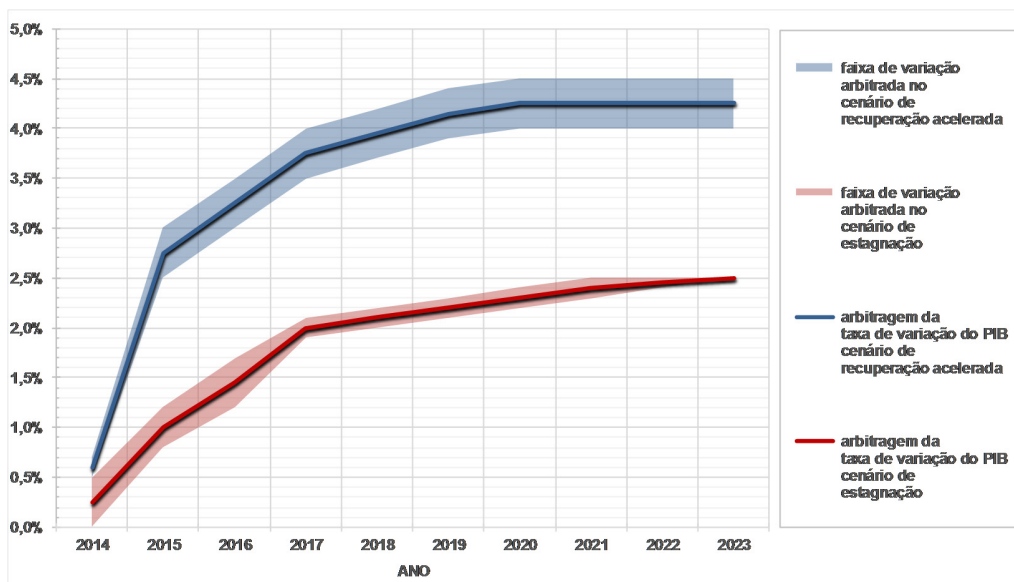


gráfico 11

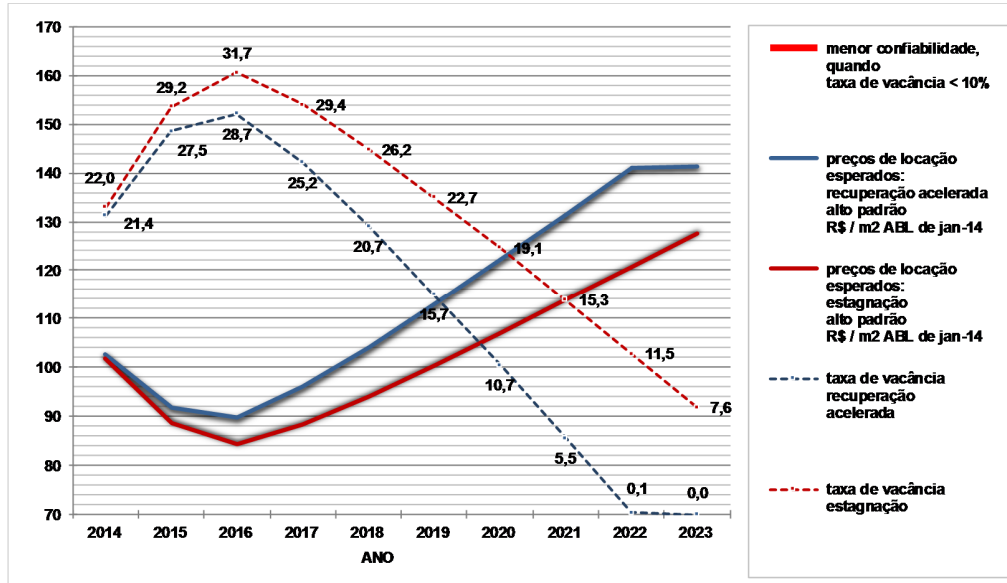
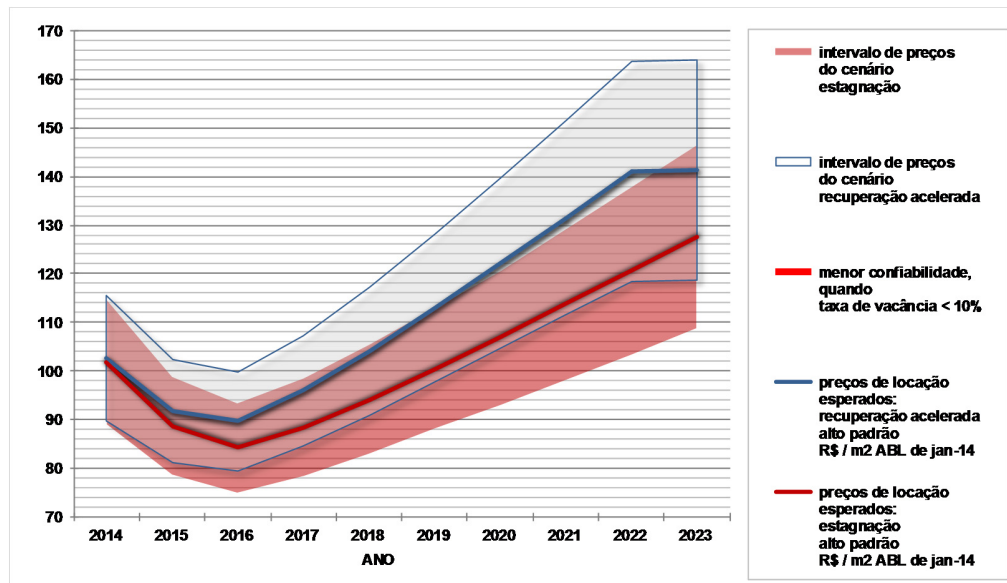


gráfico 11A





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 2014

no. 38-14

15

---

**No site do NRE-POLI postamos a questão:**

Considerando os estoques de edifícios corporativos Classe A em São Paulo, as vacâncias e os preços dos aluguéis, podemos esperar uma forte retração de novos investimentos nos próximos dois a três anos: **sim** ou **não**?

*Responda e conheça como o mercado vê este tema.*