



**REAL ESTATE RESIDENCIAL
PRUDÊNCIA E DISCIPLINA**

Prof. Dr. João da Rocha Lima Jr.

Preliminares

i. Diante da conjuntura econômica que o Brasil experimenta neste início de 2015 e levando em conta as perspectivas de que algum grau de recuperação só pode acontecer no médio prazo - quem sabe lá por 2016, seguindo as previsões de instituições e especialistas que se encorajam a desenhar cenários - discutimos premissas de comportamento das empresas de real estate do mercado brasileiro, com ênfase nas de capital aberto, cujos executivos são mais pressionados para apresentar resultados.

ii. O comportamento das empresas deve privilegiar planejamento e disciplina ¹. Esses dois atributos estão na primeira hierarquia entre as premissas de gestão. Entretanto é mandatório reconhecer que, no ambiente das empresas de real estate, planejamento e disciplina têm sido frequentemente abandonados na perseguição de indicadores que satisfazem à leitura apressada de analistas, que, de viés em viés, vão emparedando os executivos na linguagem do momento, ou no cacoete mais atual, criando-se, para negar adiante, a versão segundo a qual as companhias terão a sua gestão julgada. Quem se lembra dos land bank de 2005/2006? Quem não sabe que, agora, ou a empresa mostra geração de caixa em regime trimestral ou não apresenta perspectivas sadias de futuro?

Somem-se a isso outros problemas recorrentes nas companhias do setor, como alguns conceitos ultrapassados de gestão, encobertos por se professar que a sensibilidade é superior à lógica de métodos eficazes de planejamento e administração.

iii. O estado recessivo da economia, sem horizonte para recuperação; a sociedade imersa em clima de desconfiança sobre a vontade para processar ajustes, porque significam a confissão indireta de erros de visão e gestão da economia brasileira; o Governo com muitas de suas armas bloqueadas por compromissos com princípios e visões distorcidas do tecido social; para não falar nas mentiras destinadas a proteger

¹ Planejamento soa como exaltação da disciplina. Aqui, entretanto, faço referência: i. a um grau maduro de geração de indicadores para suporte à decisão, como planejamento e ii. a uma postura rígida de gestão de riscos, como disciplina.

figuras "inacáveis" da república, são fatores que determinam a letargia das empresas, particularmente as de real estate. Esperar pelo segundo semestre vai fazer com que o primeiro seja medíocre e estejamos todos paralisados à espera não se sabe exatamente do quê.

Se os analistas e gestores estão perplexos, como esse silêncio de ideias e perspectivas é traduzido pelo mercado? A demanda freia, começando pelo real estate residencial.

iv. Ressalto algumas premissas do mercado de real estate residencial, para traçar o cenário de avaliação desta conjuntura e suas repercussões.

- A demanda do mercado é passiva e sua dinâmica não pode ser influenciada pelos empreendedores. Publicidade, descontos, ou qualquer outro procedimento que promova um empreendimento, não produz demanda agregada. O efeito positivo será dirigir demanda existente, a depender da notoriedade que o empreendedor confira ao seu empreendimento.

- A demanda que interessa ao mercado é representada pelo conjunto de famílias que estão para comprar habitação. O que se denomina investimento sempre é especulação - comprar para esperar valorizar e revender - e isso não constitui mercado, podendo somente fazer escoar estoques de um empreendedor. Adiante esses imóveis ditos de investimento vão figurar como oferta, contra os novos estoques colocados pelos empreendedores. Ou seja, a dimensão "efetiva" da demanda é definida pelo conjunto de famílias que precisa habitação e não pelo eventual conjunto de compradores presentes em um determinado momento no mercado².

- A decisão de compra de habitação por uma família de classe média (o grande mercado) exige conforto na leitura do estado da economia do curto até o médio prazo, considerando que:

- a. trata-se de uma decisão amadurecida lentamente por meio de muita análise,

² Levando essa leitura ao limite, podemos explorar as notícias de que fundos de investimento estrangeiro estariam ora no mercado brasileiro fazendo compras com grandes descontos. Admitindo que isto seja verdadeiro, trata-se, evidentemente, de especulação. Ou seja, estes capitais não representam demanda. Se as transações existirem, serão oriundas da aplicação de capitais oportunistas que, vislumbrando a atual retração de demanda, procuram dar liquidez aos empreendedores, fazendo posições que, adiante, representarão oferta a competir com estes mesmos empreendedores. Esses oportunistas provavelmente traçam cenários de recuperação da economia no curto prazo, com retomada de demanda, ou então esperam evolução de preços, pelo crescimento de fatores de custo, em particular terrenos e outorga onerosa em São Paulo.

comparação e crítica, mas, mesmo assim vestida de grau elevado de incerteza, resultante da inexperiência no tipo não recorrente de transação - conhecimento do produto, da mecânica de negociação, do teor dos contratos e dos riscos;

b. a decisão é tomada sob incerteza, tendo em vista de que é limitada a possibilidade de ver satisfeitos todos os anseios da família diante da sua capacidade de pagar, que é o balizador da compra;

c. incerteza também se verifica pela impossibilidade de a família reconhecer qual seria o preço justo para o imóvel alvo da compra, porque julga o preço de oferta somente por meio de benchmarking entre os empreendimentos expostos à venda, utilizando naturalmente critérios amadores³;

d. a compra exige o bloqueio da poupança líquida em parte do imóvel⁴. A poupança fica ilíquida e inacessível (parte do imóvel) e só é recomposta muito adiante. A decisão de comprar só é consolidada quando a família entende que a poupança não será exigida para auxiliar quebras de orçamento no médio prazo, significando que, em cenário de economia fragilizada, a demanda é reprimida - a compra é arrastada para mais tarde. A fração postergada da demanda não se anula, ativando-se quando voltar a sensação de segurança no andamento da economia;

e. ao medo de bloquear a poupança se soma a incerteza sobre comprometer a renda bruta mensal em aproximados 25%. Aceitar o financiamento para perto de 75% do preço significa estar seguro sobre manutenção do emprego e nível de renda no longo prazo. Economia frágil, sem perspectivas claras de recuperação, trava a demanda, porque famílias retardam a decisão, voltando ao mercado somente quando a confiança for retomada.

Como exemplo, na recessão da economia mundial, provocada pela deterioração dos títulos de securitização gerados no mercado norte-americano por crédito imobiliário irresponsável, que provocou bolha especulativa nos preços residenciais, a economia brasileira também foi afetada. Em 2007/2008 vivenciamos uma queda acentuada de demanda, para uma recuperação anos depois, que, inclusive veio a provocar a distorção de preços aqui verificada em 2011. A demanda reprimida em 2007/2008 voltou para o mercado, somando-se à demanda orgânica em 2010/2011, acrescida ainda de certa dose de demanda artificial, instigada por pequenos especuladores, cuja ação é dispersa

³ Ou seja, a família acaba aceitando distorções de mercado.

⁴ No exemplo de 25% de poupança e 75% de financiamento, às taxas de juros e nos prazos hoje praticados, a poupança da família que se enquadra no comprometimento de renda de 25% (prestação do financiamento contra renda bruta familiar) terá sido acumulada em perto de 9 anos de trabalho com renda estável.

e descontrolada. Esse cenário tende a movimentar preços para acima do preço justo dos imóveis residenciais, como ocorreu naquele momento, quando se verificou uma bolha especulativa⁵.

O que se pode esperar no curto e médio prazo

Percebe-se a desorientação que ronda o setor quando, por exemplo, se verifica que um seleto grupo de empreendedores, reunidos em um Clube Global de Investidores e Incorporadores do Mercado Imobiliário, debaterá em abril próximo diferentes temas do mercado residencial no Brasil, cuja síntese poderia ser descrita como "alguém tem ideias claras de como superar a perplexidade em que estamos ora imersos, diante das expectativas de curto e médio prazo para a economia brasileira?".

Pincei algumas questões conjunturais para fazer os comentários nesta carta, que provavelmente estarão entre as que o clube debaterá. Caso venha a público o resultado lá alcançado, será interessante verificar confrontos e aderências entre a visão da academia e dos empreendedores do clube.

1. A competitividade no mercado residencial nesta conjuntura.

i. Os lançamentos de 2015 foram preparados no ano passado. O fator proeminente de competitividade é adequação ao poder de compra do mercado em 2015. Preços adequados para os empreendedores estão presos a custos de implantação que estão sem pressão de alta desconectada da inflação, de modo que, aquilo que estava ajustado no planejamento (produto e preço) permanece validado. O que estará comprometida é a demanda, de modo que empreendedores deverão oferecer vantagens para "sugar" a fatia necessária para cobrir uma velocidade de vendas confortável. Vantagens podem estar representadas por mais produto pelo mesmo preço, significando melhores acabamentos, ou complementos. Ou seja, custos de produção maiores do que os planejados, com o compromisso das margens. Os competitivos são os que venderão mais acelerado, mas não terão armas para conseguir o padrão tradicional de rentabilidade. As empresas vão fazer resultados mais modestos do que esperado nos lançamentos de 2015.

ii. Fora da estratégia de mais produto pelo mesmo preço, haverá espaço para

⁵ Vide Carta 26-14. Lembrar que o excesso de preço para o preço justo não tem lastro. É o preço da ansiedade, que se esvai no tempo.

competir com preços para baixo. Essa estratégia parece mais simples do que a de mais produto, mas não é. A demanda estará marcada pelo medo da economia deprimida, que é mais fácil ser compensado com emoção do que razão. Mais produto pelo mesmo preço é mais adequado do que mesmo produto por menor preço, até porque o mercado não consegue enxergar preços com desconto como seguros, ficando sempre a sensação de que preços para baixo apresentam espaço para ir mais baixo ainda, sem que o mercado tenha condição de identificar o piso de estabilização.

iii. Quanto aos estoques dos empreendimentos em andamento, as estratégias de comercialização deverão estar centradas em preços, porque, evidentemente, não há como reconfigurar os produtos já em construção. Nesses produtos, parece mais adequado comprometer margens. Esperar a retomada de confiança da sociedade na economia brasileira, que devolverá para o mercado a demanda reprimida, está em horizonte mais além do que o término das construções. Estoques de imóveis prontos são predadores das sanidades financeira e econômica das companhias empreendedoras, de modo que é imprudente esperar para sair das posições de estoque, que ora são elevadas.

2. Velocidades de vendas mais baixas. Aumento de riscos.

i. O Secovi-SP, no relatório do mercado de 2014, reporta que vendas sobre a oferta (VSO), que é um indicador da liquidez do mercado, migrou, em média anual, de ~50% no início da era moderna do mercado (2005/2006) para 70% em 2009/2010, quando estava se formando a perna ascendente da bolha revertida a partir do segundo semestre de 2011, estando no patamar de ~42% em 2014.

ii. Vender um empreendimento no ciclo de produção (6 de lançamento, mais 24 a 30 meses de implantação) deve ser a meta de desempenho, porque somente estoques de imóveis prontos comprometem o resultado de empreendimentos. A contribuição financeira da venda acelerada não é relevante ao ponto de aumentar sensivelmente a capacidade de empreender (equação de fundos na produção com maior presença de recursos de terceiros, o que potencializa o uso dos recursos de capital do empreendedor), nem alavanca a condição econômica para patamares de taxa de retorno vários degraus acima da taxa de atratividade setorial verificada. Então, 40% de VSO é viável para que o empreendimento seja liquidado no ciclo de produção, nos padrões de funding e de resultado que vem sendo considerados atrativos para o setor no mercado brasileiro.

iii. Velocidade de vendas mais baixa no lançamento carrega riscos: a) não recomenda investir maciçamente em promoção, porque o aproveitamento mais baixo das vendas exigirá adiante um esforço adicional de promoção, consumindo resultado; b) aceitando esta conformação, é mais difícil conferir notoriedade ao empreendimento, o que serve de amortecedor de procura e de vendas, formando-se um círculo vicioso contra a VSO; c) o empreendedor deverá aceitar o risco de dar partida à implantação (condição que faz o empreendimento irreversível), antes de reconhecer com maior segurança a pouca probabilidade de restar com estoques de imóveis prontos, o que é comprometedor da qualidade do investimento.

iv. Vendas mais lentas podem acentuar riscos para os aflitos, ou minorar para os cuidadosos. Sabemos que um dos problemas mais agudos do mercado brasileiro na nova era (início em 2005) tem sido a quantidade de distratos. Ou seja, as empresas têm agido com ansiedade, aceitando compradores sem promover análise de crédito conservadora (ler a capacidade de pagar adiante). Uma proporção elevada das famílias não apresenta capacidade para tomar o financiamento para aquisição no término das obras, o que impõe custos de comercialização dobrados sobre uma parte importante das vendas. As vendas sem qualidade enganam o empreendedor, porque o relacionamento leniente com os compradores mascara riscos. Velocidade de vendas alta pode sinalizar pouco cuidado na qualidade da venda, sob a pretensão de reportar VGV elevado. Velocidade baixa dificultando atingir uma posição de vendas garantidora do equilíbrio do empreendimento pode ser também indutora da leniência na análise de crédito e capacitação do comprador. Entretanto, com vendas mais lentas, transações vão se concentrar mais perto do final da implantação. Ai, os empreendedores se defrontarão com clientes que devem ser capazes de suportar um esforço financeiro mais concentrado para pagar a poupança, o que pode servir de mitigador de riscos. De outro lado, não encontrando o estrato de mercado adequado, facilitar a compra retarda retorno para depois de terminado o empreendimento, comprometendo os indicadores da qualidade do investimento nos empreendimentos. Ou seja, em conjuntura econômica deprimida é pouco provável que as empresas encontrem estratégias sadias para proteger os resultados dos empreendimentos.

v. O que se pode esperar são vendas mais lentas: a) exigindo procedimentos de promoção planejados com maior rigor, porque as verbas deverão resistir por mais prazo; b) provocando maiores riscos, se a ansiedade dos vendedores conduzir a uma atitude menos cuidadosa na análise de crédito e de capacidade de pagamento do comprador; c) mas revestidas de menores riscos, se o cuidado nas análises de crédito

durante a implantação for aumentado, já que não deverá ocorrer atropelamento de prazos dentro dos sistemas de gerenciamento das empresas.

vi. Seguindo as expectativas de recessão econômica, com reflexo na confiança do mercado, é provável que as empresas continuem sendo pressionadas por distratos na carteira de contratos de obras em andamento. Nesse sentido, a velocidade de absorção do estoque global dos empreendedores será amortecida pela necessidade de revenda de negócios distratados.

3. Os novos empreendimentos podem exigir mais recursos de capital? E a taxa de retorno?

i. Dois vetores podem pressionar o fluxo de caixa dos empreendimentos: a) a recessão econômica, porque induz receio do bloqueio da poupança na compra do imóvel, óbice que pode ser compensado aumentando a proporção de financiamento bancário para aquisição⁶; b) contração da capacidade de financiamento, caso a recessão venha a ceifar empregos ao ponto de que as cadernetas de poupança sejam acionadas para completar orçamentos familiares comprimidos⁷.

ii. Crédito para produção entrando mais tarde, combinado com velocidade de vendas mais baixa impõe maior investimento para a mesma margem sobre os preços, o que leva a taxa de retorno para patamar mais baixo do que a atratividade setorial vem

⁶ A relação LTV média reportada no SFH está ao redor dos 65%, muito segura para a carteira dos bancos, mas conservadora considerando os indicadores de economias mais avançadas que a brasileira. Como a inadimplência é reportada também muito baixa, inferior a 2%, é válido pensar em aumentar a proporção de financiamento no preço das transações. Isto não interessa aos bancos, porque aumenta o risco de crédito, mas, diante de uma redução de demanda, pode representar uma ação adequada na busca do reequilíbrio sistêmico. LTV aumentada facilita a compra (menos poupança), mas levanta as exigências de renda (estreita o mercado). De outro lado, aumentar a proporção LTV se defronta com a já anunciada queda das reservas de poupança recolhidas no âmbito do SFH, o que vai restringir a oferta de crédito imobiliário.

⁷ É possível ocorrer contração de financiamentos à produção causada pela insegurança dos bancos quanto ao comportamento do mercado. Se os bancos mantiverem a exigência de comprovação de vendas em níveis altos antes de liberar financiamento à produção provocarão redução de lançamentos. Uma reorganização das estratégias dos lançamentos, dilatando o prazo para dar início à construção, não parece ser uma solução adequada nessa situação, porque os prazos de entrega serão dilatados e, ainda mais, as insatisfações decorrentes poderão agravar a ocorrência de distratos.

indicando nos últimos anos. Havendo necessidade de comprimir margens para ganhar competitividade, este será mais um fator a comprometer a capacidade de produção (mais investimento para a mesma escala de empreendimentos) e o desempenho dos empreendimentos (mais investimento para mesmo resultado, quebrando a taxa de retorno).

4. Concluindo

i. No curto prazo (2015):

- forte freio de demanda recomenda concentrar esforços em vender estoques e não no lançamento de novos empreendimentos;
- velocidade de vendas lenta recomenda dosar as despesas de promoção para não comprometer margens
- contração de crédito imobiliário pode indicar dificuldades de adequação dos compradores das carteiras, o que provocará aumento nos distratos;
- aflição deve provocar preços para baixo, comprometendo margens.

Esses fatores conduzem à mudança de escala das empresas. Pode até ser difícil montar uma equação que preserve equipes já treinadas, provocando demissões cujo reflexo venha a representar regressão da qualidade gerencial.

ii. No médio prazo (2016-2017):

- algum grau de recuperação da demanda somente se evidenciadas correções na ação do Governo, seja pela redução do custeio do Estado ⁸, como na política fiscal e nos incentivos à produção. O mercado residencial é dos primeiros que param na depressão e entre os últimos que se aquecem na retomada do crescimento, porque a demanda é marcada pela confiança na estabilidade do longo prazo;
- possibilidade de novos lançamentos em alguns mercados, mesmo que a economia ainda se apresente frágil, tendo em vista o esgotamento dos estoques;
- possibilidade de que essa nova era de mercado só se ajuste com margens mais moderadas, o que exigirá aumento de eficiência nos processos das empresas, especialmente nos sistemas de produção.

Sob este cenário, as empresas deverão rever suas estruturas, processos e sistemas gerenciais, inclusive planejamento de produto, com desenho focado nos sistemas de

⁸ Providência que, estranhamente, não aparece na pauta dos arranjos das contas públicas até aqui divulgados.



produção, para ganhar eficácia, objetivando recompor margens que serão perdidas no curto prazo. No curto prazo prudência, para primeiro escoar os estoques e depois entender quais serão os parâmetros do mercado adiante⁹. Promoções e descontos não induzem demanda¹⁰ e transmitem aos compradores já inseguros pelo estado da economia incerteza sobre qual será o piso dos preços - comprar para aproveitar preços com descontos ou esperar para explorar novos descontos? A velocidade de vendas será lenta enquanto a economia estiver deprimida, o que pode se estender além de 2015. Os produtos do real estate não são perecíveis no curto prazo - aflição e ansiedade são más conselheiras. Desde já, disciplina, para "matar" todas as raízes de ineficácia nos sistemas gerenciais e de produção, para qualificar as empresas para operar com margens revigoradas adiante.

No site do NRE-POLI postamos a questão:

Existe possibilidade de que o Governo seja capaz de infundir confiança na sociedade brasileira a ponto de que o mercado residencial em 2015 tenha um bom desempenho: **sim** ou **não**?

Responda e conheça como o mercado vê este tema.

⁹ Em São Paulo ressaltou-se o severo impacto nos custos de produção, com as regras do novo PDE.

¹⁰ A eventual demanda agregada de investidores que podem fazer posições especulativas não é relevante.