



**ESCRITÓRIOS CORPORATIVOS CLASSE A NA CIDADE DE SÃO PAULO
CENÁRIO PARA OS PRÓXIMOS ANOS - REVISÃO E PROJEÇÕES**

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

Preliminares

i. Na Carta 38-14, publicada no final de 2014, analisamos um cenário para o mercado de escritórios Classe A na cidade de São Paulo. A conclusão foi que o estoque existente só permitiria a recomendação de novos investimentos para entrega ao mercado (oferta de espaços) em 2022, considerando que os estudos mostram que uma taxa de ocupação ao redor dos 90% equilibra alugueis com o valor justo dos edifícios.

Em outubro de 2014, quando construímos o cenário da projeção, cuja âncora é a expectativa de evolução da economia, pelo PIB, mesmo o cenário conservador apresentava uma formatação agora vista como otimista diante do que se propala e mesmo o Banco Central já informa de que a melhor expectativa para 2015 é de uma queda ao redor dos 3,0% e que em 2016 um cenário de recuperação poderia se traduzir em não acentuar a queda - crescimento zero em 2016, contra 2015, mas, mesmo assim, as projeções disponíveis se situam no patamar de 0,5-1,0% de queda¹.

ii. Tendo em vista que os movimentos da economia estiveram muito abaixo do que era o cenário da projeção feita há 12 meses, entendemos que esta revisão seria conveniente, bem como resolvemos inferir uma projeção de oferta adequada de novos escritórios na Classe A. Para fazer esta projeção aceitamos o parâmetro já comprovado no passado, que indica ser 90% de ocupação da oferta a base de sustentação de equilíbrio do mercado.

Notamos que este ponto não é o de inflexão da curva de alugueis praticados, mas é a referência de mercado para que os alugueis estejam em patamar que remunera adequadamente o valor justo do imóvel. Ou seja, nesta condição de equilíbrio é razoável estabelecer a hipótese de que os alugueis praticados permitem a validação dos

¹ Neste ponto importa acentuar que zero em 2016 significaria replicar a economia medíocre de 2015, que tem desempenho inferior à condição medíocre de 2014. Para retomar 2014 em 2016 haveria necessidade de se projetar um crescimento da ordem de 3,1% sobre 2015.

investimentos em novos escritórios ao valor justo das propriedades.

iii. Traçar um cenário para considerar quando e em que patamar a oferta de novos escritórios encontrará demanda em valor adequado de locação, não significa necessariamente inferir o valor dos aluguéis. Nesta Carta fazemos uma projeção de aluguéis, mas ela deve ser validada sempre que se considerar que não haverá nenhum crescimento atípico de custos de implantação² que forcem os aluguéis para cima. O que é possível projetar é uma relação entre aluguéis e valor das propriedades, considerados o valor justo dos imóveis na base da análise, como recorrente adiante, somente ajustado pela inflação.

A conclusão do estudo é que em 2023 a condição de equilíbrio poderá acontecer, considerada uma evolução conservadora do PIB. Em hipótese mais agressiva, 2022. A curva de aluguéis de 2016 até lá deve ser crescente, porém ainda abaixo do valor de locação que remunera o valor justo das propriedades a taxas adequadas.

Concluimos ainda por uma projeção da nova oferta que poderá ingressar no mercado, sem ofender o seu equilíbrio³ em 2023/24 e 25.

1. Considerações sobre a projeção-premissas da análise

A sequência de relações causais que nos permite fazer as projeções, respeita a lógica da procura de novos espaços de escritórios e do posicionamento dos aluguéis em função da procura. A resposta de análise sempre se faz em intervalos, porque as correlações são bem fundamentadas na análise dos comportamentos passados verificados, mas não são determinísticas, como nada que resulta de análise prospectiva de comportamento de mercados.

- A evolução da economia, pela leitura do PIB, induz a demanda por espaços de escritórios. Então a análise prospectiva da absorção líquida está correlacionada com o PIB.
- A oferta é considerada estagnada, porque arbitramos que não haverá interesse em

² Contas da implantação do empreendimento andam próximas da inflação verificada, sem descolamento agressivos, especialmente terrenos. A única variável perigosa é o custo da outorga, que gravará as novas safras de edifícios.

³ A condição de equilíbrio arbitrada é taxa de ocupação piso de 90%.

investir em escritórios Classe A na cidade, até que o mercado esteja equilibrado, ora claramente dominado pela demanda, com aluguéis contraídos. Uma vez que os aluguéis até o equilíbrio não remuneram o valor justo das propriedades, considerando custos de implantação e margens adequadas entre custo e valor, para incentivar ao investimento, não deverá ocorrer oferta "racional" até que os investidores encontrem uma razoável segurança sobre o equilíbrio do mercado.

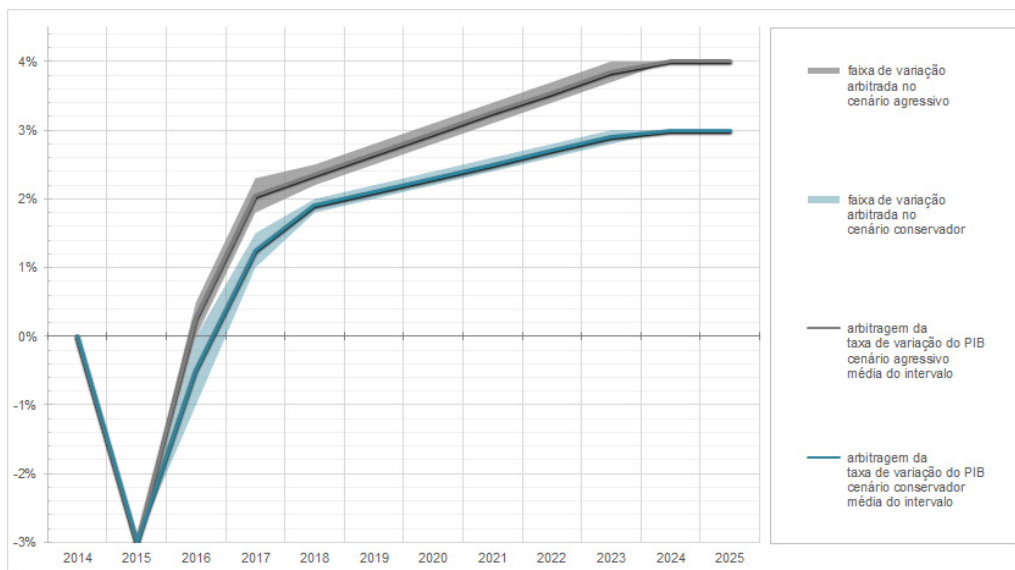
- Os aluguéis se movimentam em curva que respeita o esgotamento da oferta atual, seguindo correlações já verificadas entre vazios e valores de locação. Esta resposta também está em intervalo, tendo em vista que as correlações não são determinísticas.
- A nova oferta só aparecerá para atender à cobertura da demanda até 90% de taxa de ocupação e na proporção da absorção líquida calculada por meio do modelo prospectivo, com fundamento na projeção do PIB.

2. Projeção do PIB brasileiro

Estabelecemos dois cenários para esta projeção. O cenário conservador é o cenário referencial desta análise, sendo que o agressivo serve como contraponto exclusivamente para avaliarmos um efeito de reorganização da economia brasileira, com o objetivo de verificar se o impacto de um crescimento mais acentuado pode levar a um desequilíbrio sério, fazendo uma bolha de preços de aluguéis adiante. Esta hipótese seria verificada se admitirmos que os investidores tenderão a retardar suas decisões de empreender até encontrar fundamentos que infundam confiança para sustentar uma projeção virtuosa de comportamento da economia. Nesse sentido, poderá ser "tarde" para começar a implantação de empreendimentos para atingir o ponto certo da oferta e, aí, ocorreria um desequilíbrio por algum tempo, forçando os aluguéis para cima. Essa eventual ocorrência poderá provocar um efeito danoso, que é o de incentivar investidores a ofertar mais do que será a demanda sustentada, recriando adiante uma situação semelhante àquela que o mercado vive a partir de 2013.

O gráfico 1 ilustra os cenários (cada um em intervalos) conservador (nosso referencial) e agressivo (nossa fronteira para enxergar eventual desequilíbrio com bolha). Ambos utilizam queda de 3,0% em 2015, evoluindo no conservador em 2016 no intervalo $[-1,0\% \sim 0,0\%]$ e no agressivo no intervalo $[0,0\% \sim 0,5\%]$, determinando uma curva modesta de crescimento ano contra ano, no conservador até o teto de 3,0%, com velocidade lenta e no agressivo até 4% com velocidade mais elevada.

gráfico 1



3. Absorção Líquida (m2 ABL) contra a variação do PIB

A correlação da absorção líquida com o PIB é estabelecida em intervalos, seja porque a projeção do PIB nesta análise é arbitrada em intervalos, como também porque a correlação é presa a um grau de incerteza, cuja intensidade serve para determinar o intervalo de variação no cenário prospectivo.

Os gráficos 2 e 3 ilustram as projeções de absorção:

- i. gráfico 2 mostra as médias dos intervalos de projeção de PIB e absorção (m2 ABL), considerando o cenário de referência (conservador) e um cenário mais agressivo. O objetivo desta imagem é ilustrar a correção entre os comportamentos;
- ii. gráfico 3 mostra as projeções de absorção nos intervalos indicados

gráfico 2

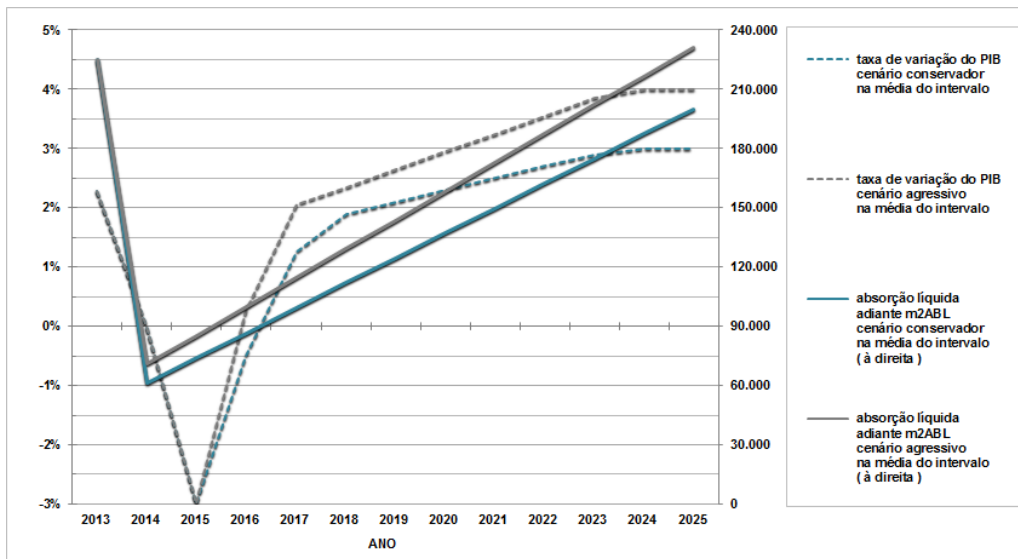
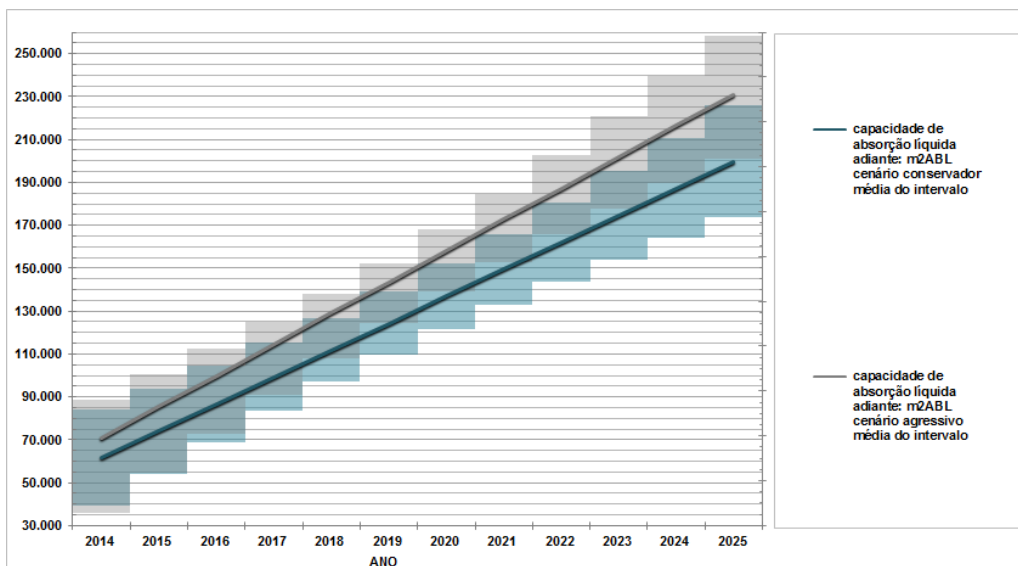


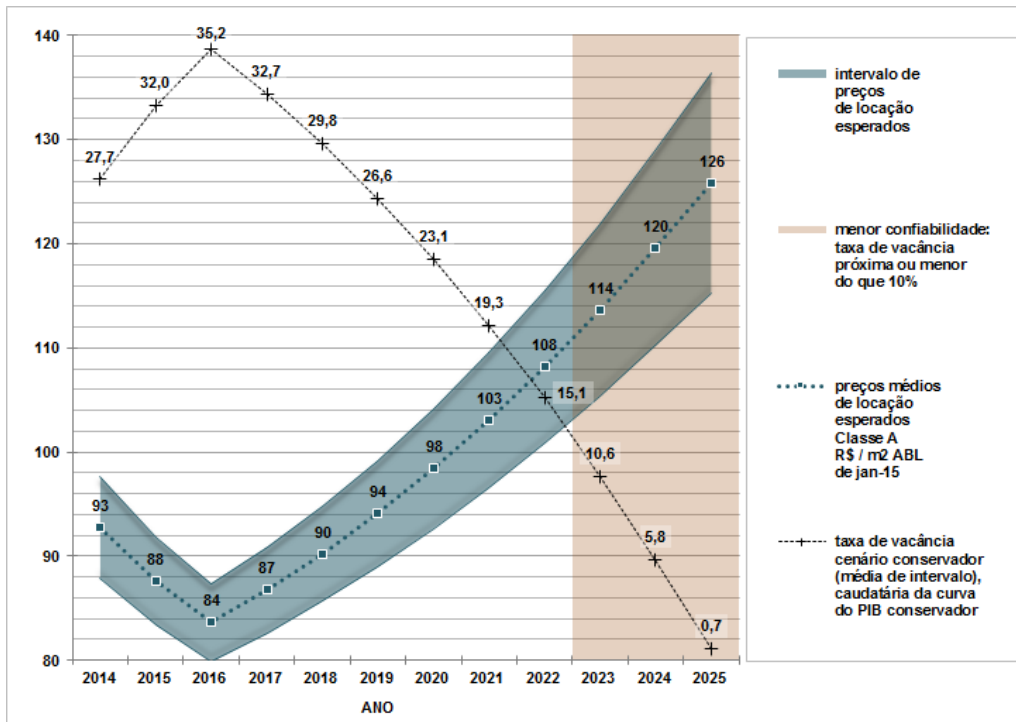
gráfico 3



4. Aluguéis contra a taxa de vacância

Considerada a oferta global e arbitrando que, não havendo atratividade para o investimento em cenário deprimido (taxas de vacância acima de 10%), novas ofertas não se somarão ao estoque do mercado existente, a curva de aluguéis esperados estará correlacionada com a taxa de vacância projetada. O gráfico 4 mostra esta correção para o cenário conservador de referência.

gráfico 4

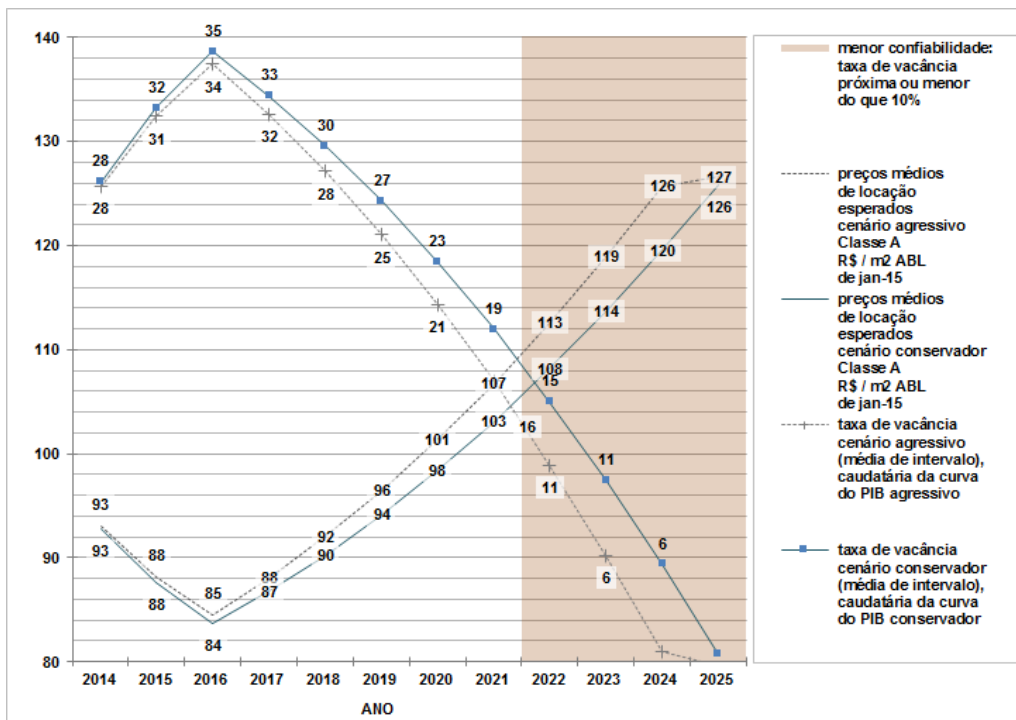


O modelo prospectivo, fundamentado na arbitragem de variação do PIB e nas evidências de oferta de escritórios corporativos Classe A na cidade, indica que em 2024, sem ofertas novas as vacâncias já estariam abaixo do patamar de 10%, o que recomenda novos investimentos que venham a competir no mercado nesse ano e adiante. Como as medidas são tomadas em intervalos e a vacância anotada no gráfico 4 é a média projetada, em 2023 já haverá probabilidade de o mercado atingir a

configuração que incentiva novas ofertas. O investimento na implantação de novos escritórios é recomendado para 3 a 4 anos antes de 2024, admitindo esses ciclos de estruturação, construção e equipamento de novos edifícios corporativos. Ou seja, diante de um cenário conservador, só é razoável admitir um investimento que esteja razoavelmente protegido por expectativa de renda adequada contra o valor justo do imóvel se inicie entre 2020/21.

Para o cenário mais agressivo já traçado para a evolução do PIB, as marcas acontecem um ano antes, como ilustramos no gráfico 5, no qual estão anotadas as médias de aluguel esperado e de taxa de vacância associados aos dois cenários utilizados nesta análise.

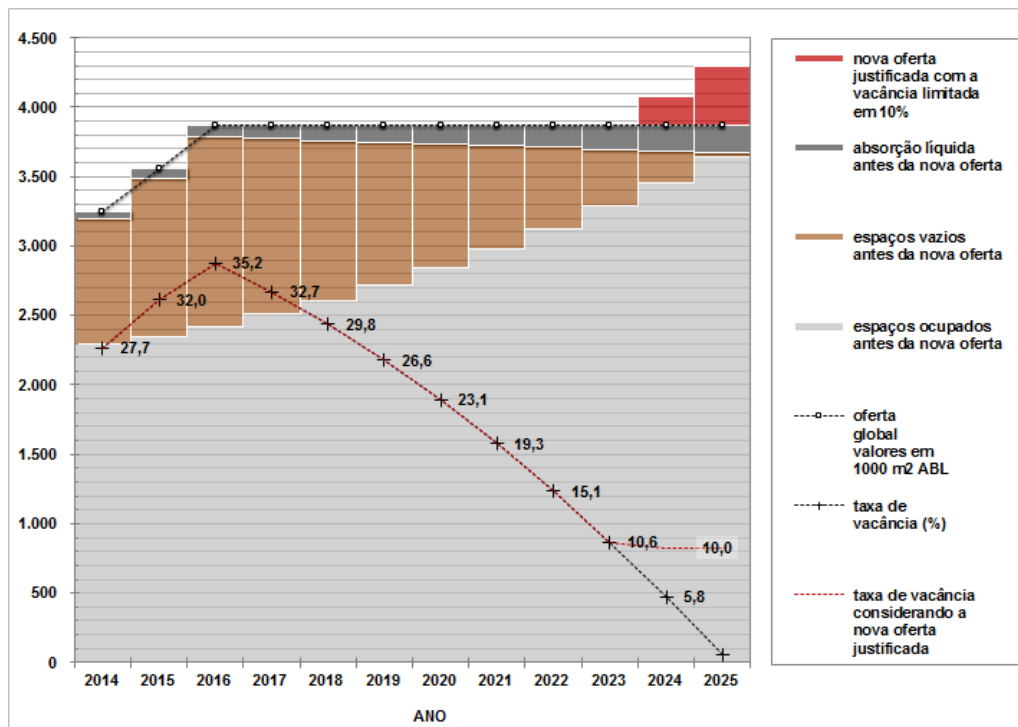
gráfico 5



5. Nova Oferta Justificada (m2 ABL) de Escritórios Corporativos Classe A na Cidade de São Paulo

A oferta justificada para entrar no mercado em 2024, mantendo a taxa de vacância em 10% corresponderá a 205.000 m2 e em 2025 427.000 m2. O estoque reconhecido de empreendimentos Classe A suportaria, assim, um acréscimo de oferta de 5,3% em 2014 e 11,0% em 2015. Para o cenário conservador, o gráfico 6 mostra o cenário prospectivo de absorção líquida e vacâncias, com a inserção desta nova oferta justificada para manter a vacância em 10%.

gráfico 6



Para as médias dos intervalos arbitrados para evolução do PIB dentro do cenário conservador nesta análise e as correlações de absorção líquida resultantes, derivando para vacâncias e as correlações de alugueis com estas vacâncias, a síntese do cenário

prospectivo para o mercado está no quadro 7.

quadro 7

cenário conservador para evolução do PIB									
ano calendário	taxa de evolução do PIB: média do intervalo de arbitragem	índice de referência para o PIB	absorção líquida de espaços em edifícios corporativos Classe A-SPaulo 1000 m2 ABL			preço dos aluguéis, na correlação com a taxa de ocupação: / m2 ABL valores de jan-15		nova oferta justificada	
			capacidade de oferta reconhecida (vazios)	potencial de demanda	vacância = potencial contra a oferta reconhecida (%)	média do intervalo	intervalo de valor (%) entre fronteiras	capacidade de entrada de novas ofertas ao mercado 1000 m2 ABL	vacância = potencial contra a oferta reconhecida (%)
			computa entregas de edifícios novos até 2016						
2014		100,00							
2015	-3,0%	97,00	902	73	32,0	87,6	10,6	-	32,0
2016	-0,5%	96,52	1.138	85	35,2	83,7	9,7	-	35,2
2017	1,3%	97,73	1.362	98	32,7	86,8	8,9	-	32,7
2018	1,9%	99,59	1.265	111	29,8	90,2	9,5	-	29,8
2019	2,1%	101,68	1.154	123	26,6	94,1	10,2	-	26,6
2020	2,3%	104,02	1.031	136	23,1	98,4	10,9	-	23,1
2021	2,5%	106,62	895	149	19,3	103,1	11,7	-	19,3
2022	2,7%	109,50	746	161	15,1	108,2	12,5	-	15,1
2023	2,9%	112,68	585	174	10,6	113,7	13,5	-	10,6
2024	3,0%	116,06	411	187	5,8	119,5	14,5	205	10,0
2025	3,0%	119,54	225	199	0,7	125,8	15,6	427	10,0
estoque de oferta Classe A - SPaulo 1000 m2 ABL			3.872					4.504	
								+ 16,3%	

No site do NRE-POLI postamos a questão:

Investidores em escritórios corporativos estão paralisados, porque verificam vazios expressivos, alugueis para baixo e a forte retração na economia que pode avançar para 2016, com modesta recuperação em 2017. É razoável admitir que o princípio do "tijolo moeda forte", que tem se constituído no fundamento para os grandes erros de decisão de investimento nesse setor, seja substituído por análises técnicas, de modo a moderar a ansiedade, para que o mercado não sofra um novo ciclo de desequilíbrio a partir de 2018/2020?

Responda sim ou não e conheça como o mercado vê este tema.