



ESCOLA POLITÉCNICA DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
DEPARTAMENTO DE ENGENHARIA DE CONSTRUÇÃO CIVIL
GRUPO DE ENSINO E PESQUISA EM REAL ESTATE

NÚCLEO DE REAL ESTATE
REAL ESTATE RESEARCH GROUP

Texto para Coluna do NRE-POLI
na Revista Construção e Mercado – Pini – Abril 2016

A ATRATIVIDADE DE INVESTIMENTOS ESTRANGEIROS NO BRASIL **Profa. Dra. Paola Torneri Porto**

A conjuntura nacional atual apresenta um cenário de elevada deterioração econômica e política. A expectativa para os fundamentos da economia é negativa em relação a diversos aspectos: reforma política, inflação, renda e emprego.

Sob a ótica econômica a retração do PIB em 2015 (expectativa de -3,7%) apresentou impacto direto sobre o mercado de real estate. A elevação das remunerações propiciadas aos investimentos em ativos financeiros ancorados nas taxas de Certificados de Depósito Interbancários (CDI) também impactou a taxa de atratividade dos investidores sobre os negócios do real estate, dificultando a migração de recursos do mercado financeiro para este setor. Em 2015, a taxa nominal acumulada de remuneração para essas aplicações ancoradas no CDI foi de 13,24%, de acordo com a base de dados da CETIP.

No segmento residencial, além da deterioração da renda ocasionada pelo aumento da inflação e do desemprego, a incerteza sobre os rumos do país e a instabilidade política motivou a retração da aquisição de unidades habitacionais por parte das famílias. O comprometimento do orçamento por um horizonte de longo prazo (20 a 30 anos) para fazer frente a um financiamento imobiliário, exige a confiança na preservação



dos empregos e renda.

No mercado de escritórios, a redução na absorção dos espaços, decorrente da deterioração da atividade econômica das empresas, está pressionando diretamente os valores de locação e há expectativa de que serão necessários alguns anos para que o estoque vago seja absorvido pelo mercado, a depender da perspectiva de retomada do crescimento do PIB. O último relatório de mercado divulgado pela empresa CBRE, apresentou uma taxa de vacância de 14,7% para escritórios de alto padrão na cidade de São Paulo, no segundo trimestre de 2015.

No segmento de shopping centers, levantamentos da Abrasce (Associação Brasileira de Shopping Centers) indicam redução de 3,2% no volume nominal de vendas de dezembro/2015, comparativamente ao mesmo período de 2014.

Diante de toda esta conjuntura nacional e setorial, muito se questiona a respeito da atratividade do mercado imobiliário brasileiro para investidores estrangeiros.

A diversificação internacional

Para investidores estrangeiros a entrada em uma economia depende de diversos fatores, além daquele referente à qualidade inerente ao investimento sob análise, quais sejam: a análise da estabilidade política interna e o clima político futuro; marcos regulatórios, que podem trazer mais ou menos segurança jurídica para o investidor; a liquidez do mercado específico, de modo a permitir a saída da posição de investimento conforme estratégia de cada investidor; o comportamento da economia, que afeta diretamente o mercado de real estate; e também a volatilidade do câmbio e



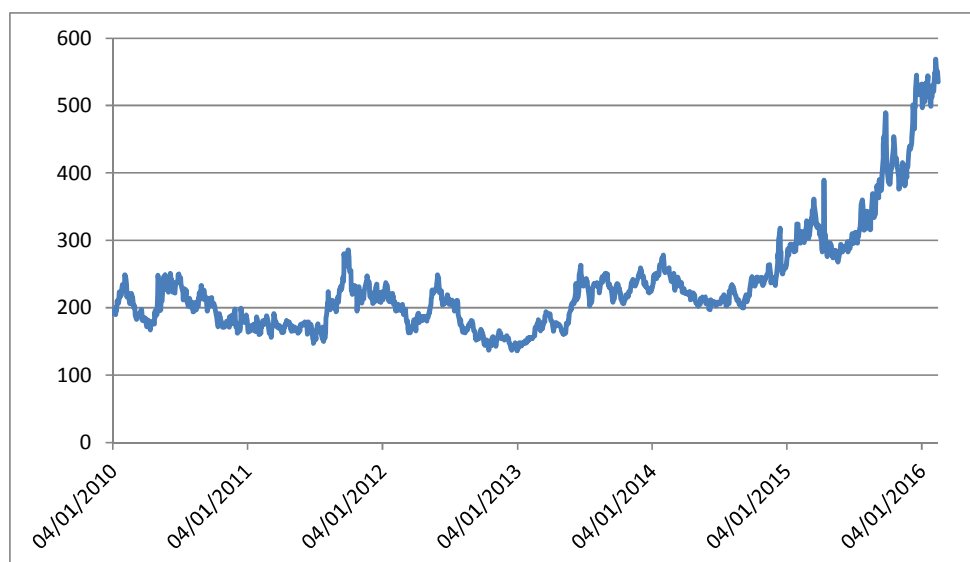
as respectivo custo para hedge destes investimentos.

A análise também está associada a estratégias específicas de gestão do portfólio de cada investidor, como por exemplo: a busca por retornos elevados em determinado percentual de sua carteira de investimentos, a possibilidade de valorização do capital ao longo do tempo e a diluição do risco associado à sua carteira global de investimentos.

Tendo em vista que os altos custos para mecanismos de hedge no Brasil podem reduzir a atratividade do investimento, o investidor estrangeiro busca identificar se a diferença entre os retornos obtidos no mercado brasileiro e em negócios nas economias mais evoluídas é interessante perante os riscos envolvidos. A evolução do Índice EMBI+ Brasil calculado pela empresa JP Morgan, que pode ser utilizado para verificar o impacto do risco-país no investimento estrangeiro, sinaliza uma tendência a expectativa de maiores prêmios de risco diante da instabilidade econômica. Adicionalmente, o aumento persistente no risco País, ao piorar as condições de acesso dos agentes econômicos domésticos ao financiamento externo, desloca a taxa de câmbio no sentido de um real mais desvalorizado, o que pode impactar diretamente na taxa de retorno dos investidores estrangeiros no mercado imobiliário, a depender da taxa de câmbio existente no momento previsto para saída do ciclo de investimento.



Gráfico 1 – EMBI+Br



A perda do grau de investimento restringiu também o fluxo de capital de alguns investidores específicos que devem atender a questões regulatórias de investimento. Por outro lado, a possibilidade de aquisição de ativos “*distressed*”, ou seja com preços atrativos, tem sido amplamente discutida no meio e atraído o interesse de diversos investidores. O grande endividamento das empresas pode induzir a desmobilização de ativos na tentativa de se recuperar caixa, possibilitando a aquisição de um imóvel, que em outro cenário nunca seria oferecido a mercado. Muito se fala em aquisições a valores inferiores ao custo de reposição do ativo, porém uma análise fundamentada para ativos de base imobiliária deve considerar sua capacidade de geração de renda, que neste caso é a base de uma avaliação adequada, e não o custo de construção em si. Há dificuldade se se acertar o momento mais adequado para aquisição, até porque se a perspectiva mudar e a confiança for de modo geral retomada, diversos investidores podem iniciar uma busca por ativos, com preços subindo antes mesmo da retomada dos fundamentos econômicos.



No que tange o risco cambial, sua relevância está muito relacionada à estratégia do investidor, relativamente ao horizonte do investimento: curto ou longo prazo. Para investidores com um ciclo curto de investimento, o retorno do investimento é mais sensível à flutuação cambial. Além disso, a instabilidade atual traz a incerteza da recuperação do cenário dentro do ciclo do investimento.

Além da questão cambial, em estratégias de curto prazo o valor de saída da posição de investimento possui grande peso na formação da taxa de retorno, o que aumenta o risco da operação, e torna razoável que investidores busquem taxa de atratividade alvo mais elevada, comparativamente com ativos com horizonte de investimento de longo prazo.

Para ilustrar o desempenho do mercado de edifícios de escritórios no Brasil comparativamente ao mercado americano do mesmo segmento, foram utilizados os índices IGMI-C¹ publicados trimestralmente pela FGV e os índices *Equity Office REITs*, publicados pela NAREIT. Os índices foram analisados, considerando-se a parcela correspondente ao ganho de capital e a parcela relativa à distribuição de renda. Na análise do portfólio no mercado brasileiro, foram considerados os impostos sobre receitas de ganho de capital, arbitrando-se que os ativos estão em uma SPE (Sociedade de Propósito Específico).

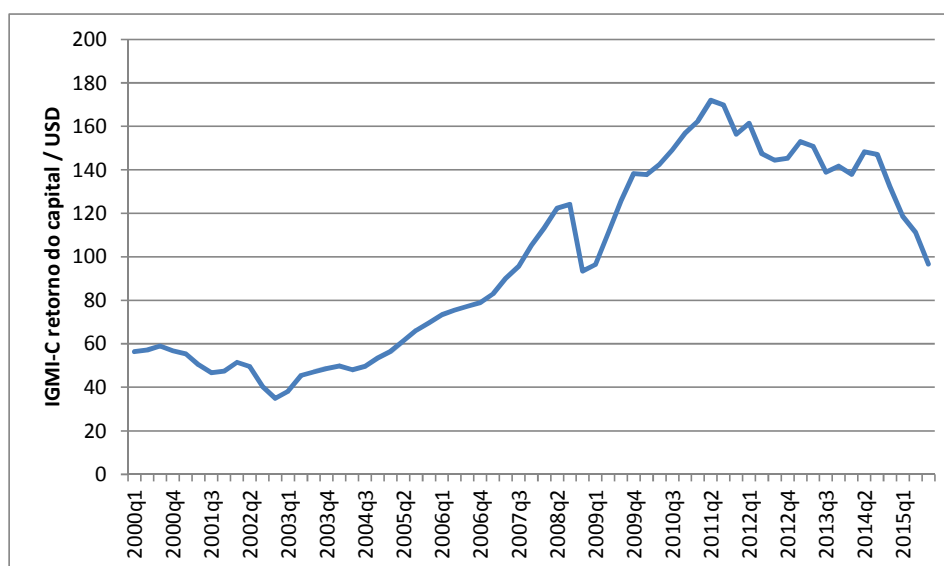
Foram simulados dois ciclos de investimento, a partir da observação do índice

¹ O IGMI-C é divulgado trimestralmente pela Fundação Getúlio Vargas (FGV), e calculado com base em informações fornecidas por investidores institucionais e empresas ligadas ao setor imobiliário, tais como entidades de classe, consultores, administradores de carteiras imobiliárias, entre outros. Seu objetivo é retratar a evolução da valorização dos preços e dos rendimentos do segmento de imóveis comerciais em todo o Brasil. O índice é calculado com base em uma carteira de imóveis de base imobiliária: edifícios de escritórios, shoppings, hotéis, etc. Considerando-se que o percentual de edifícios de escritórios na carteira monitorada é significativo (cerca de 50% do total, conforme consta na metodologia divulgada pela FGV) e, na ausência de outro indicador que possa ser comparado aos indicadores de desempenho dos Office REITs, ele será utilizado como proxy na análise, partindo-se da premissa que a metodologia do índice é adequada para medir ganho de capital e renda distribuída.



“IGMI-C retorno do capital/taxa de câmbio” indicado no Gráfico 2.

Gráfico 2 – IGMI-C retorno do capital / taxa de câmbio BRL/USD.



No primeiro ciclo analisado (“Ciclo 1”), considerou-se que o investidor americano entrou na posição de investimento no Brasil ao término do segundo trimestre de 2002 e desmobilizou seu capital após um período de 9 anos, aproveitando um ciclo de crescimento de preços no mercado, considerando-se também o câmbio na operação. No segundo ciclo de investimento analisado (“Ciclo 2”), não tão favorável quanto o primeiro, foi simulada a mobilização de capital ao término do terceiro trimestre de 2006 e desmobilização após 9 anos.

Os retornos obtidos foram comparados àqueles obtidos em investimentos nos *Equity Office REITs* do mercado norte-americano. Considerando-se o valor de aquisição do portfólio, o fluxo da renda e o valor de desmobilização, foi calculada a taxa interna de retorno (TIR) equivalente anual para cada ciclo de investimento. Os resultados obtidos estão indicados na Tabela 1.



Tabela 1- TIR (% eq. anual) para fluxos em USD.

	Ciclo simulando compra em 2002q2 e venda em 2011q2	Ciclo simulando compra em 2006q3 e venda em 2015 q3	Ciclo simulando compra em 2002q2 e venda em 2015 q3
Portfolio - Índice			
IGMI-C Brasil	24%	20%	19%
Portfolio - Office			
Equity REITs - USA	8%	1%	8%

Na comparação de desempenho para o Ciclo 2 (2006 a 2015), verifica-se no Gráfico 3 que ocorreu a bolha imobiliária em 2006 e a subsequente crise dos preços em 2008. Portanto, considerando-se que este foi um evento atípico, foi medida a taxa de retorno para o ciclo de investimento entre os anos de 2002 a 2015, verificando-se que esta se manteve no patamar de 8%.

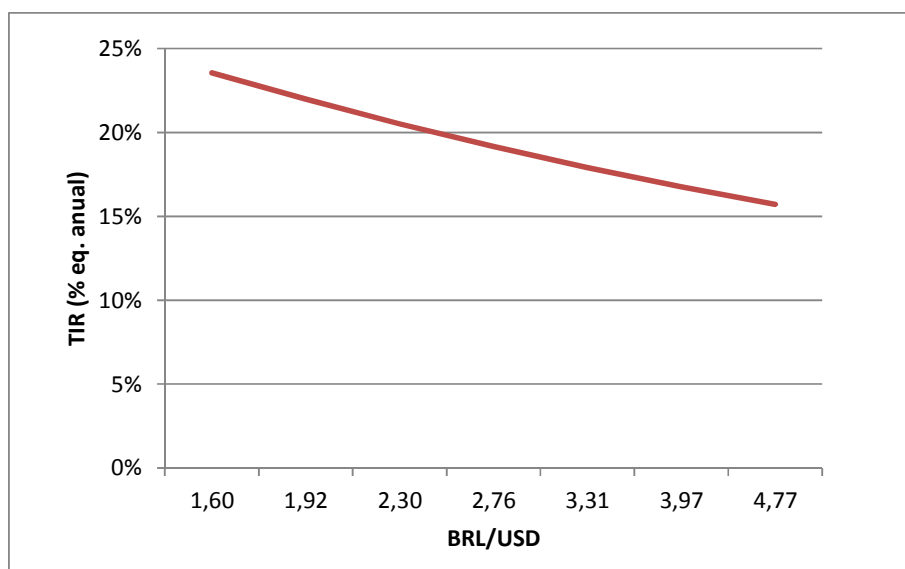
Gráfico 3 – Índice de valor dos investimentos nos REITs de escritórios no mercado norte-americano. (*Equity Office REITs Price Index*).





Para o “Ciclo 1”, avaliando-se a distorção da taxa de cambio somente no momento da saída da posição de investimento, com desvalorização do real frente ao dólar, verifica-se a flutuação da taxa de retorno conforme apresentado no Gráfico 4.

Gráfico 4 – Impacto discreto da flutuação da taxa de câmbio no momento de saída da posição de investimento.



Em síntese, essa análise serve para especular a razão pela qual o investidor estrangeiro busca investimentos em imóveis de base imobiliária no Brasil em ciclos de médio prazo. Usando o benchmark dos REITs dedicados a escritórios, o que se observa é que estes capitais vêm buscar resultado de médio prazo, considerando uma curva de crescimento de preços, de modo a obter-se taxas de retorno que compensem o risco Brasil, a oscilação das taxas de câmbio e a diferença de liquidez entre investimento em REITs e immobilizações de menor liquidez no mercado local.

Cabe observar que a simulação realizada teve como objetivo inferir o desempenho destes investimentos nos dois mercados, ressaltando-se que desempenho passado não significa desempenho futuro, e que diante da atual conjuntura, as expectativas de taxas



de retorno para novos ciclos de investimento, dependerão da velocidade de retomada do crescimento econômico e dos cenários a serem traçados adiante.

Para investidores com objetivos de longo prazo, o cenário recessivo atual pode gerar oportunidades de investimentos em ativos de boa qualidade, com capacidade de geração de renda e cuja gestão ativa possa permitir a preservação de sua competitividade e consequentemente do lastro do investimento. Ainda que ocorra a desvalorização cambial, há sempre a possibilidade de que os recursos sejam reinvestidos dentro do próprio portfólio, considerando um cenário de longo prazo. Adicionalmente, para estes investimentos com objetivo em renda, a valorização do ativo em ciclos curtos não é representativa, tendo em vista que o acréscimo do valor do ativo não é aproveitado e a desvalorização não significa penalidade.
