

São Paulo, 14 de junho de 2022

**ALUGUÉIS CORPORATIVOS EM SÃO PAULO:
É POSSÍVEL SUSTENTAR PROGNÓSTICOS?**
Prof. Dr. João da Rocha Lima Jr.

Preâmbulo

Dentre os atributos para conferir confiabilidade às análises da qualidade de investimentos no real estate, sempre destacamos que a construção criteriosa dos cenários adiante não mitiga riscos. As informações neles imputadas vão da previsão à arbitragem, o que provoca e baliza as análises de riscos, ou a informação de saída em intervalos, como, por exemplo, na valuation de empreendimentos de base imobiliária (EBI). Neste artigo tratamos exclusivamente dos edifícios corporativos para locação, mas os conceitos podem ser expandidos para os EBI em geral.

Expectativas no cenário de comportamento adiante podem ser classificadas como:

- i – **previsões**, quando fortemente fundamentadas, como é o exemplo exíguo de custos de construção baseados em contrato no modelo Pmg, com garantia de seguro;
- ii – **prognósticos**, quando presas a algum grau de fundamentação;
- iii – **arbitragens**, quando balizadas em análises macroeconômicas, opiniões de especialistas, ou mesmo opinativas.

A expectativa de inflação, necessária na maioria dos cenários do real estate, é um exemplo de arbitragem, mesmo que seja, por exemplo, apoiada no boletim Focus, que divulga o resultado de uma enquete feita semanalmente.

Um dos exemplos mais frequentes de prognóstico é o que vamos tratar neste artigo e implica em procurar raciocinar como poderiam se comportar adiante os aluguéis de escritórios corporativos. Neste artigo tratamos da cidade de São Paulo e seus edifícios das Classes AA e AAA da data base da Buildings¹.

1. O procedimento para traçar o prognóstico corresponde a:
 - i. selecionar variáveis da economia e do mercado que se arbitra como influenciadoras dos aluguéis, com relacionamento direto;
 - ii. procurar um horizonte no passado dentro do qual os aluguéis tenham apresentado alguma disciplina de comportamento, particularmente envolvendo ciclos de alta e queda, para fortalecer a análise crítica da possível influência das variáveis arbitradas;
 - iii. avaliar, por meio de regressão múltipla, a linha de tendência, aqui dos aluguéis, como função dessas variáveis de mercado arbitradas;
 - iv. analisar criticamente a linha de tendência, para arbitrar sua representatividade e se será adequado abandonar variável(eis) dentre a(s) escolhida(s) ou testar a relação dos aluguéis com outros indicadores da economia e do mercado;
 - v. aceitar uma configuração como sendo passível de representar a tendência de comportamento no horizonte escolhido;
 - vi. arbitrar o comportamento das variáveis da economia e do mercado adiante e;
 - vii. extrair o prognóstico, usando os mesmos parâmetros da linha de tendência.

A escolha das variáveis da economia e do mercado

2. Quais são as causas de variação dos aluguéis corporativos? A resposta recomendará os indicadores que devemos considerar para explorar as correlações entre

¹ Notamos que o NRE-Poli trabalha com a base de dados oferecida pela Buildings, mas esta usa de um sistema próprio de classificação que não é o do NRE-Poli.

a variável dependente (aluguel) e as arbitradas como suas influenciadoras mais diretas.

i. Imóveis corporativos das classes Buildings AA e AAA na cidade de São Paulo são ocupados preponderantemente por empresas de serviços e profissionais liberais.

ii. Empresas de serviços crescem ou são criadas, profissionais expandem ou instalam seus escritórios, se a atividade econômica cresce, e tendem a encolher seus espaços no sentido inverso. Então, aluguéis corporativos devem estar correlacionados com indicador da atividade econômica. Escolhemos o IBC-BR, entendendo que os aluguéis devem ser caudatários do indicador no mesmo sentido, ou seja, aluguéis devem acompanhar IBC-BR para cima, porque a aceleração da procura de novos espaços será indutora de pressão de alta sobre os preços. Para baixo também o sentido é o mesmo: em queda da atividade econômica, empresas e profissionais comprimem suas equipes, logo usam espaços mais modestos, criando-se vazios no mercado, o que pressiona aluguéis para baixo.

iii. Aumento da oferta de escritórios corporativos deve provocar a diminuição dos valores de locação, porque recrudescer a disputa de mercado. Como imóveis corporativos têm vida muito longa, considera-se que essa variável só pode ficar estável ou crescer. Nesse sentido, tudo o mais equilibrado, oferta para cima provoca aluguel para baixo. Aqui devemos realçar a combinação entre atividade econômica e oferta, resultando a evidência de que a oferta pode crescer para cobrir o crescimento da demanda, resultado do crescimento da atividade econômica, de modo que a oferta tenderá a equilibrar o mercado. Ou seja, IBC-BR para cima empurra aluguéis e oferta para cima modera essa pressão. Nesse sentido, oferta tem sempre um peso negativo na variação dos aluguéis, enquanto atividade econômica terá positivo.

iv. Aumento da taxa de ocupação da oferta pressiona os preços para cima e, no sentido inverso, para baixo. Ou seja, a variável aluguéis anda no mesmo sentido da taxa de ocupação. Aqui também consideramos o efeito amortecedor da oferta. Se a oferta

crece em ritmo adequado frente ao crescimento da demanda, essa sempre vinculada à atividade econômica, a variação da taxa de ocupação será baixa.

Neste quesito é importante levar em conta a oferta indisciplinada. Nada impede um investidor de construir um edifício de escritórios corporativos, mesmo que a taxa de ocupação e o patamar de aluguéis verificados no mercado indiquem um estado de equilíbrio, ou mesmo excesso de oferta.

Investimentos para renda em edifícios corporativos não são decididos arbitrando alguma vacância no cenário referencial, mas em ocupação completa, como é o óbvio. O investimento na ociosidade assumida representa uma quebra de taxa de retorno e de lastro de segurança do investimento, de modo que a vacância é fator de impacto discutido somente nas análises de risco do investimento. Ou seja, é normal encontrarmos anomalias de comportamento dos indicadores da economia e do mercado frente aos aluguéis verificados².

As variáveis principais a serem testadas como sendo as influenciadoras mais relevantes são essas. A escolha de variáveis secundárias não tende a melhorar a qualidade da análise, mesmo porque, se o nosso interesse está em estabelecer um prognóstico, é necessário trabalhar com indicadores da economia e do mercado, cuja base de dados seja consolidada, e que a arbitragem adiante tenha sustentação. Trabalhar com arbitragem de variáveis secundárias para adiante pode levar a prognósticos ainda menos confiáveis.

A base de dados e o horizonte de análise

3. Para buscar a linha de tendência consideramos duas rotinas, cada uma sob duas

² Com respeito a anomalias é interessante considerar a mudança de perfil de ocupação dos escritórios desde o passado mais distante, partindo das salas, para as baias e para as bancadas. Agora verificamos o aumento do distanciamento entre funcionários, combinado com a redução das funções presenciais contínuas pela sistematização do trabalho à distância (home-office, ou everywhere-office), o que pode afetar a vacância e influenciar nos aluguéis.

premissas.

- i. Analisar um ciclo de dez anos passados dos aluguéis de imóveis corporativos AA+AAA, tendo em vista que, para alcançar alguma confiabilidade no trato estatístico, é necessário trabalhar com momentos de alta e de baixa. No real estate, os ciclos são, em geral, longos, entretanto quando tomamos doze anos do passado, para escolher dez, encontramos uma vertente de alta em ciclo curto, seguida de um período longo de baixa. Temos que conviver com essa anomalia: três anos de alta (2010 até 2012), sete de baixa (2013 até 2019) e dois indicando uma leve alta (2020 e 2021). Notar que a alta ocorre dentro de uma anomalia, que foi a imersão na pandemia, com a proliferação do trabalho à distância, que provocou muitas alterações no mercado, no qual muitas empresas reduziam o perfil de seus escritórios, verificando-se um vetor “para baixo” nas dimensões dos escritórios, mas dentro do mesmo padrão de qualidade. Esse movimento é anômalo e pode ter provocado a leve alta verificada.
- ii. Utilizamos duas rotinas de análise, para medir a linha de tendência dos aluguéis (sempre deflacionados pelo Ipca): a. ciclo de dez anos, de 2010 até 2019, para separar o efeito pandemia e b. ciclo de dez anos, de 2012 até 2021.
- iii. Para as duas rotinas, consideramos duas premissas:
 - a. reação imediata, ou seja, o efeito das variáveis sobre os aluguéis ocorre no próprio mês de verificação. Nesse caso, relacionamos os aluguéis com IBC-BR, índice de oferta e taxa de ocupação do próprio mês e
 - b. reação com retardo de seis meses, significando arbitrar que o aluguel medido pela Buildings em determinado mês é afetado pelas três variáveis de seis meses atrás.

Para buscar o entendimento da linha de tendência, o gráfico 1 ilustra os dados do horizonte em avaliação em base mensal e o gráfico 2 pela média anual.

gráfico 1

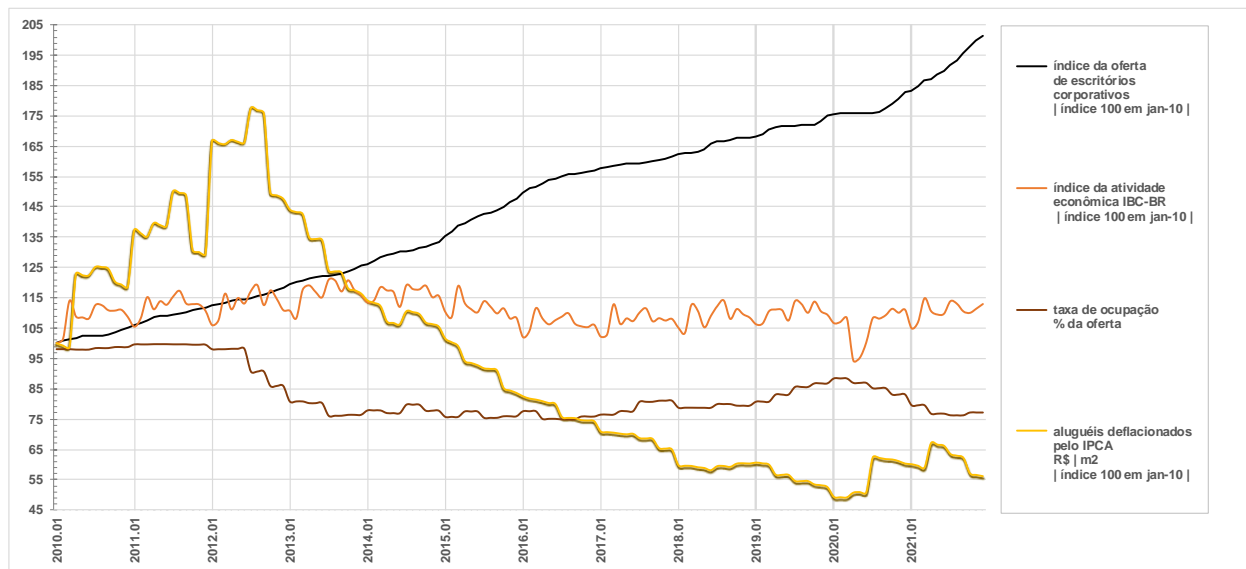
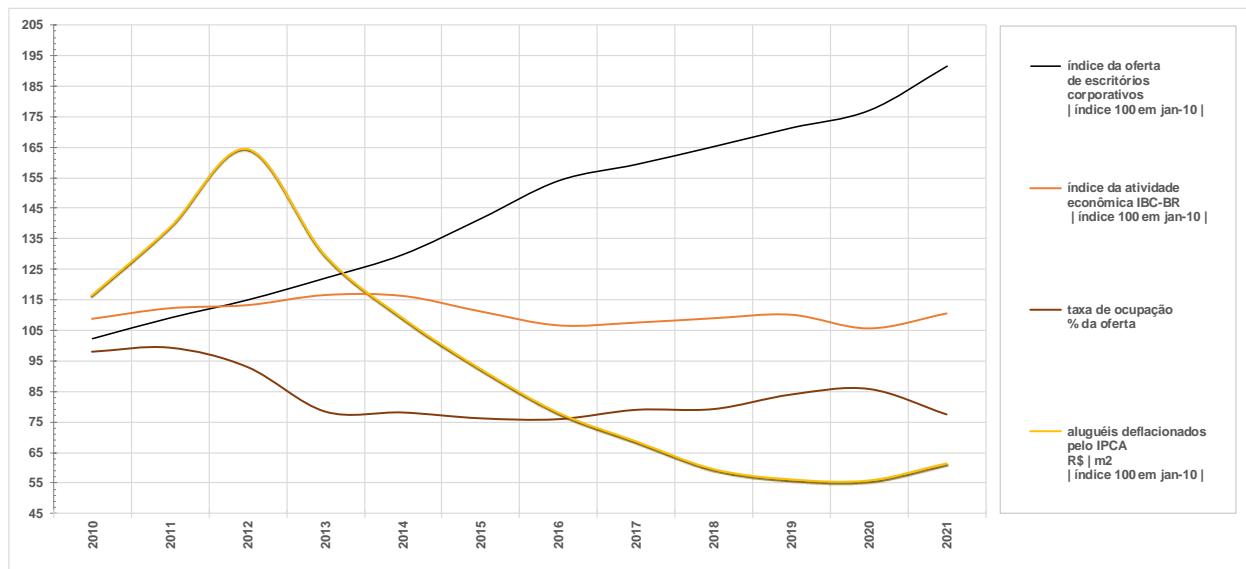


gráfico 2















As linhas de tendência

4. Buscando regressões múltiplas da curva de aluguéis sob as duas premissas, encontramos os parâmetros indicados no quadro 1.

quadro 1

testes de correlação			
variáveis arbitradas	ajustes		
IBC-BR	traduzido em número índice, com mudança de base		
aluguel AA + AAA (Buildings)-nominal	traduzido em índice de aluguel deflacionado pelo IPCA		
oferta de ABL corporativa	traduzida em número índice		
taxa de ocupação AA + AAA (Buildings)			

usando o ciclo 2010 - 2019				
correlação para reação imediata	90,5%			
correlação para reação retardada de 6 meses	92,1%			
fatores na linha de tendência dos aluguéis deflacionados				
	1. reação imediata		2. reação retardada de 6 meses	
IBC-BR	+		+	
oferta	-		-	
taxa de ocupação	+		+	

usando o ciclo 2012 - 2021				
correlação para reação imediata	93,7%			
correlação para reação retardada de 6 meses	96,8%			
fatores na linha de tendência dos aluguéis deflacionados				
	3. reação imediata		4. reação retardada de 6 meses	
IBC-BR	+		-	
oferta	-		-	
taxa de ocupação	+		+	

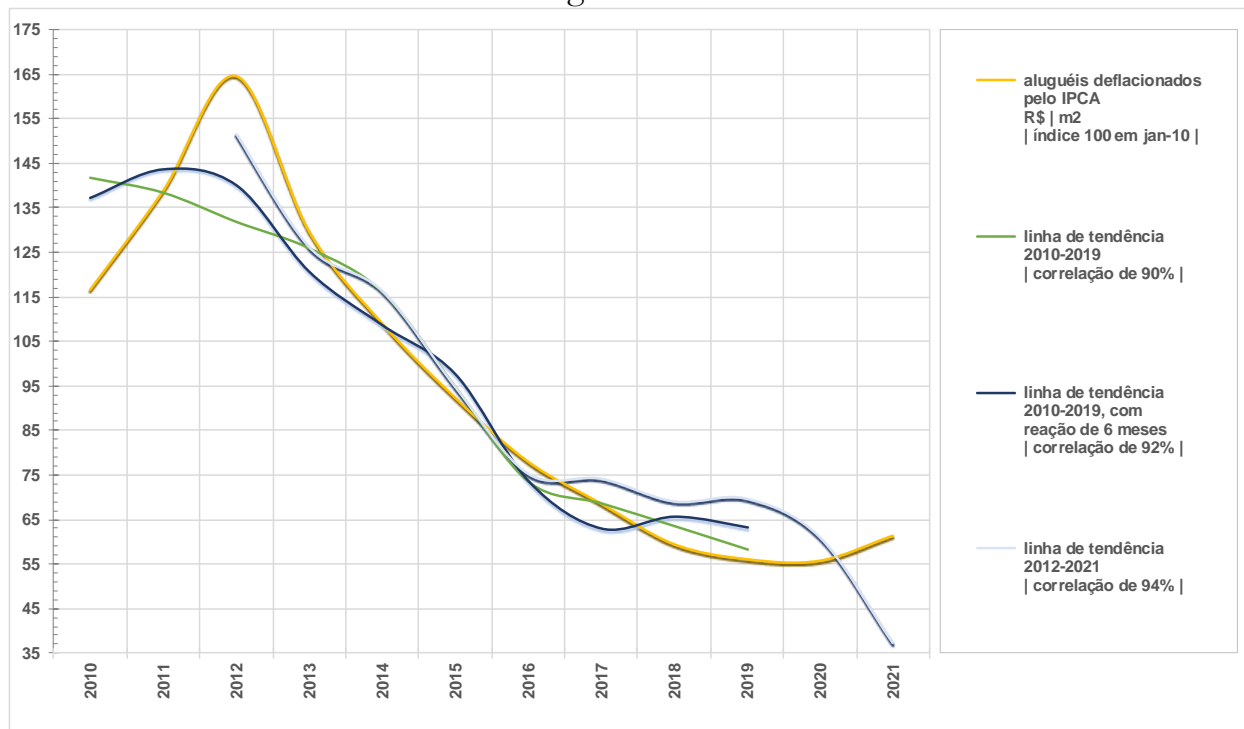
Dentre as quatro possibilidades, descartamos a (4), por apresentar um viés relativamente ao IBC-BR. Podemos explorar as demais.

No gráfico 3 verificamos que as linhas de tendência de 2010 até 2019 amortecem o ciclo de alta e acentuam o de queda, o que já é esperado, tendo em conta a “vida” de cada ciclo. A tendência assim obtida, levada a prognóstico, corre o risco de mostrar uma situação conservadora por prazo longo adiante, mesmo se “forçarmos” a variável crescimento econômico pelo IBC-BR.

Importa considerar que o objetivo é usar alguma referência do passado para traçar prognósticos adiante. Então, fica evidente que a linha de tendência 2010-2019 com reação imediata indica um mergulho contínuo dos aluguéis, de sorte que não parece servir de sustentação para prognóstico.

Adotamos então duas linhas de tendência para explorar uma possível curva de aluguéis dessa espécie de imóveis corporativos em São Paulo: i. | 2010 – 2019 com reação retardada de 6 meses | e ii. | 2012 – 2021 com reação imediata |.

gráfico 3



Arbitragem das variáveis adiante

5. A arbitragem adiante parte de 2022 e abrange um ciclo de cinco anos. Para esse período consideramos: i.- crescimento moderado da economia, pelo IBC-BR, a 2% em 2020, 3% em mais dois anos e 4% em 2025 e 2026; ii. – evolução também moderada da taxa de ocupação, evoluindo da média de 77,5% verificada em 2021 até 88% em 2024, mantidos até 2026 e iii. – limitação radical na oferta de novos edifícios, somente para cobrir déficits de demanda, para um crescimento orgânico ao par do IBC-BR e às taxas de ocupação indicadas³.

- A resultante dos prognósticos expandindo as duas linhas de tendência escolhidas está no gráfico 4.

Nesse gráfico 4, para melhor entender os prognósticos, mudamos a base 100 do índice de aluguel deflacionado pelo Ipeca para a média de 2021.

- Entretanto, se adotarmos o patamar da base de dados, encontraremos parâmetros que nos permitem fazer uma leitura histórica. Essa leitura indica que a recuperação de uma boa relação entre valor de mercado atribuído aos imóveis corporativos das classes superiores e aluguéis de mercado tenha se perdido no tempo, pelo menos no prognóstico do médio prazo adiante.

Se essa for a tendência, é provável que os portfólios internados a preços exagerados nos anos 2011 e 2012 não venham a recuperar, ex-Ipeca, os investimentos praticados.

No gráfico 5 mostramos a curva de aluguéis combinada com as curvas de prognóstico do gráfico 4 usando a base de jan-2010 como índice 100 para os aluguéis deflacionados.

³ Para arbitrar a oferta de novos edifícios corporativos, em ciclo curto (aqui 5 anos), é possível usar a informação dos projetos em aprovação. Entretanto, adotamos esse princípio radical para reconhecer uma fronteira. Isso significa que, aceitando que as linhas de tendência podem representar uma hipótese razoável para os aluguéis adiante, os aluguéis não superariam a curva expandida.

gráfico 4

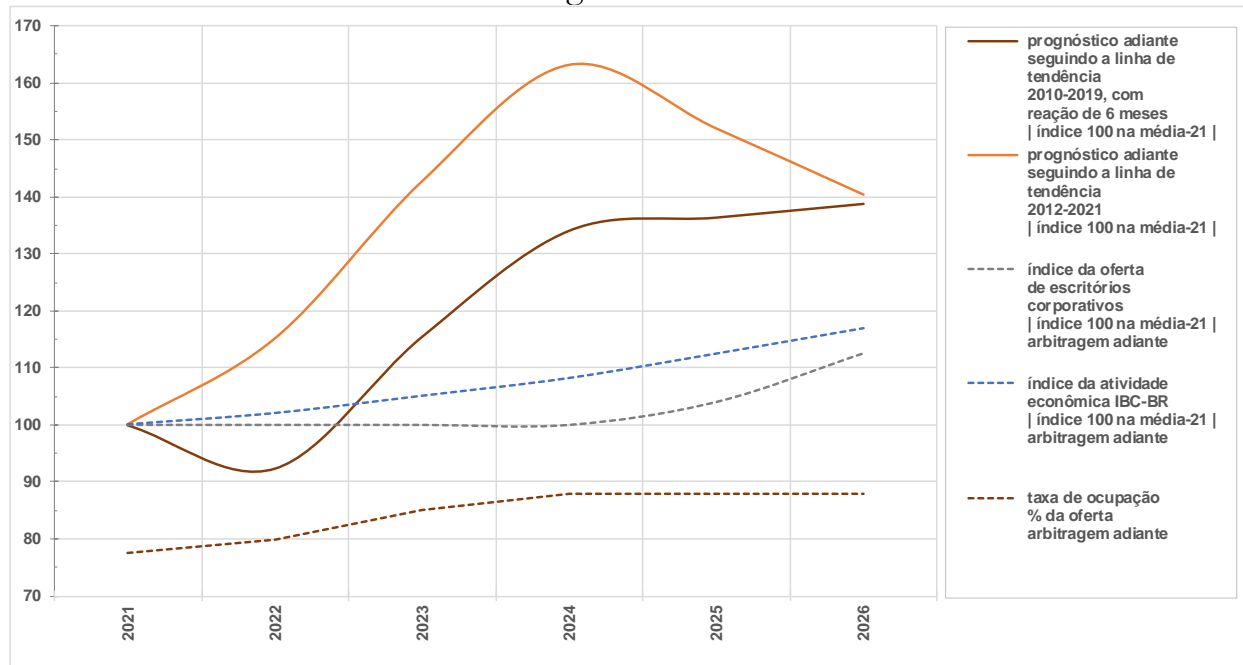


gráfico 5

