

COMITÊ DE MERCADO

reunião de 05 de dezembro de 2017

1

Nota da 41a. Reunião

Expectativas para o Mercado de Real Estate Brasileiro em 2018

O Comitê de Mercado publica na nota da última reunião anual o resultado de uma enquete sobre prognósticos para o real estate no ano seguinte, cobrindo alguns temas centrais. A enquete recebe respostas computadas separadamente dos membros do comitê e de auscultas a formadores de opinião do mercado (profissionais de diferentes áreas).

As respostas são recolhidas durante o mês de outubro, de modo que pode ocorrer um viés de perspectivas no curto prazo, o que desviaria as respostas, se tomadas no final do ano. Como exemplo, na reunião do Comitê relatada nesta nota, discutiu-se o resultado que o mercado residencial da cidade de São Paulo vem alcançando em novembro|dezembro, com uma certa retomada de lançamentos em que alguns têm alcançado velocidades de absorção elevadas. Isso pode mostrar uma retomada de confiança na economia brasileira, o que libera a demanda reprimida desde 2014| 2016, que deverá induzir empreendedores a ativar empreendimentos estocados.

Adiante apresentamos as questões da enquete, como foram formuladas, e as respostas do mercado e do Comitê.

- Nos debates da reunião relatada nesta Nota, evidenciou-se que alguns aspectos negativos do mercado residencial ainda podem afetar preços e o desempenho do setor em 2018.

Dentre eles destacamos o efeito dos distratos e estoques deles resultantes, que já apresentam menor expressão, tendo em vista que as empresas se dedicaram em 2017 a liquidar estas posições, mais do que a ativar novos negócios. Ainda que os dados de estoques e distratos não sejam divulgados, não é razoável admitir que as empresas ainda carreguem posições expressivas para 2018, mas é certo afirmar que o capital de giro ativado com as vendas em 2017 não foi expressivo a ponto de capitalizar as empresas para um novo ciclo de empreendimentos na mesma escala. Essa questão provocou uma perda de valor das empresas, que devem voltar a operar em escala menor, compatível com a sua diminuída capacidade de investimento.

Lembramos o que fizemos constar na Nota de dezembro de 2016 sobre este tema, quando o Comitê traçou prognósticos para 2017:



COMITÊ DE MERCADO

reunião de 05 de dezembro de 2017

2

"A necessidade das empresas, especialmente as de maior expressão no mercado, de sair dessas posições e retomar seus limites de crédito para produção, que só se cumpre repassando os financiamentos das unidades prontas, além de retomar capital de giro imobilizado nesses estoques, para cumprir um ciclo de produção adiante, atendendo aos novos parâmetros do mercado, deverá pressionar os preços. Em algumas situações pode-se esperar vendas predatórias, pela decisão de "se livrar" dos estoques, diminuindo a pressão financeira, dos juros do financiamento ainda não repassado, condomínio e Iptu das unidades. Além do mais, a expectativa de que esses custos não sejam superados com recuperação de preços adiante, acentua a estratégia de que a decisão seja de "vender a qualquer preço"."

▪ Já em 2016, nos prognósticos para 2017, realçávamos que poderia se verificar compressão de custos de produção por ênfase em engenharia de produto, contra a ênfase prevalente em marketing, que dominou o mercado no passado recente.

O que se verifica nos novos lançamentos, especialmente os de maior escala que vieram a mercado neste final de 2017, é que esta troca de prioridades está evidenciada.

Há evidências de que de 2014 para 2017 os custos dos empreendimentos residenciais tenham caído próximo de 20% relativamente à evolução do Incc. Como o Incc mede variação de custos a partir de uma cesta de insumos (materiais, mão de obra e serviços) e o índice tem variação positiva, essa evidência está associada à engenharia de produto, ou seja, empreendimentos cujo desenho e processo produtivo mais organizados, apresentam custo final mais eficaz. Exemplos há de contratos de obras se encerrando, identicamente em outros segmentos de mercado, shopping-centers e edifícios corporativos, nos quais o custo final se situou entre 10 e até 25% abaixo do custo alvo esperado.

Custos de construção comprimidos repercutem em preços mais controlados, como se verifica na oferta dos novos lançamentos, praticando preços de oferta um pouco acima dos valores derivados dos índices gerais do mercado. Na cidade de São Paulo, como exemplo, mesmo com preços de terrenos mais altos (preço intrínseco, agregado a outorga e ao custo da imobilização dos recursos, pelos prazos de até 18 meses de aprovação de projetos e pela espera da retomada da demanda), os preços de oferta estão contidos, significando que os empreendedores estão vendo compensar estas contas com custos de produção mais baixos. Os indicadores de variação de preços por meio dos índices disponíveis, Fipe-Zap, Ivgr-Bacen e IGMI-R da Abecip mostram uma estabilidade de preços dentro de 2017.

COMITÊ DE MERCADO

reunião de 05 de dezembro de 2017

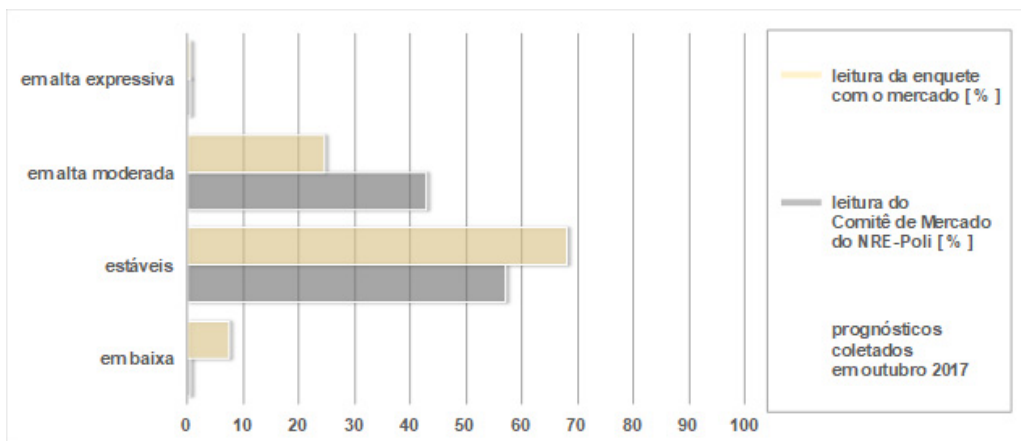
3

A ENQUETE, AS RESPOSTAS E ALGUNS COMENTÁRIOS

I. MERCADO RESIDENCIAL

Sustenta-se um prognóstico de estabilidade de preços de imóveis residenciais em 2018 diante da possível recuperação da economia brasileira. Entretanto, há fatores que influenciam preços, fazendo pressão para cima: (a) insumos, cujo estado "oferta sem demanda" deverá, pelo menos, ser substituído por "equilíbrio", (b) empreendimentos da nova era, encerrada a posição de "prateleira" das incorporadoras, que estarão gravados por custos de terreno e outorga mais elevados, (c) possibilidade de ocorrência de uma certa pressão especulativa, caso se consolide a recuperação da confiança no futuro, aflorando a demanda reprimida de 2014 | 2017. De outro lado, recursos de terceiros, financiados ou de parceiros, estarão mais baratos, em linha com a queda da taxa referencial de juros, o que pode amortecer essas pressões. É razoável admitir que a reorganização das empresas pode levar à diminuição dos custos de gestão e avanços no gerenciamento podem contribuir para comprimir os custos de produção.

- Os preços de imóveis residenciais em 2018 nas grandes cidades estarão:
 - em baixa;
 - estáveis;
 - em alta moderada;
 - em alta expressiva.

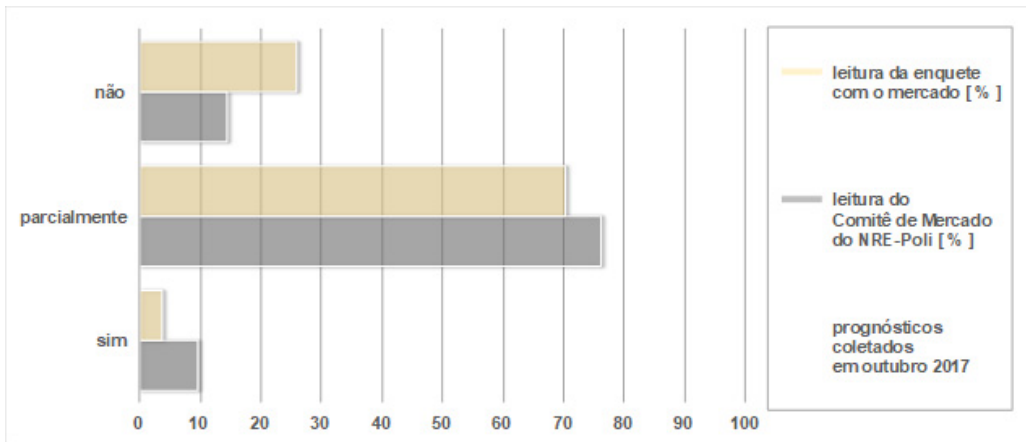


COMITÊ DE MERCADO

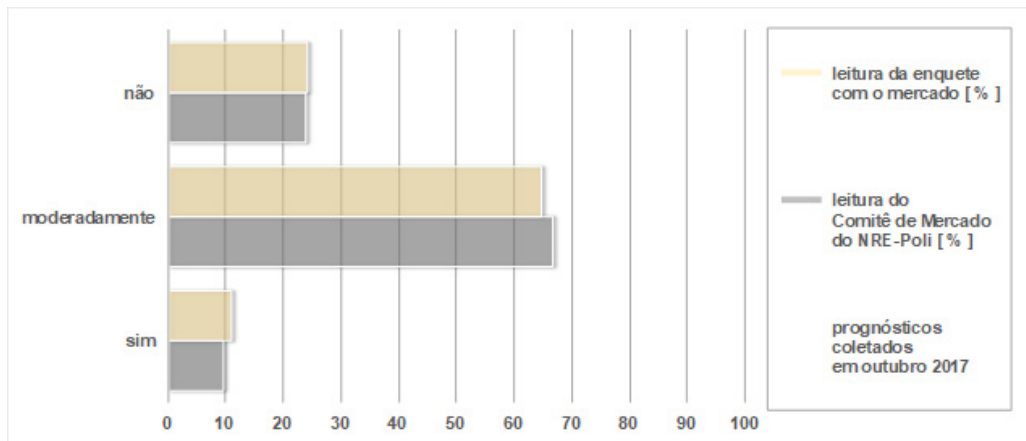
reunião de 05 de dezembro de 2017

4

2. O ciclo de arranjo financeiro dos empreendedores, particularmente os grandes, tem sido um dos fatores inibidores da retomada de lançamentos. Este fator estará eliminado em 2018? **(i)** sim; **(ii)** parcialmente; **(iii)** não



3. Os prognósticos para a economia em 2018 e adiante já infundem a necessária confiança para que os empreendedores adotem um regime mais agressivo de lançamentos? **(i)** sim; **(ii)** moderadamente; **(iii)** não



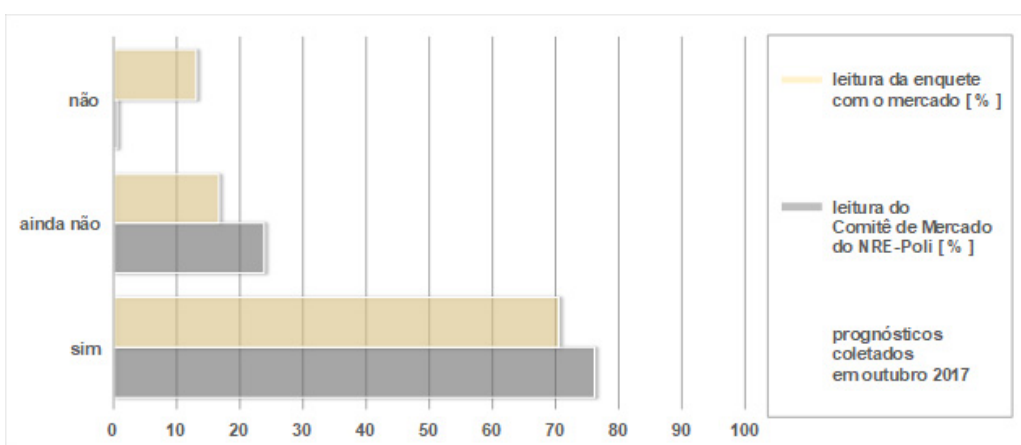
No debate, os membros do Comitê fazem ênfase de que a escala das grandes empresas hoje é menor, bem como a demanda residencial representa perto de 40% do que já foi o pico de oferta nos anos 2010 | 2011, quando se verificou uma bolha de preços no real estate.

COMITÊ DE MERCADO

reunião de 05 de dezembro de 2017

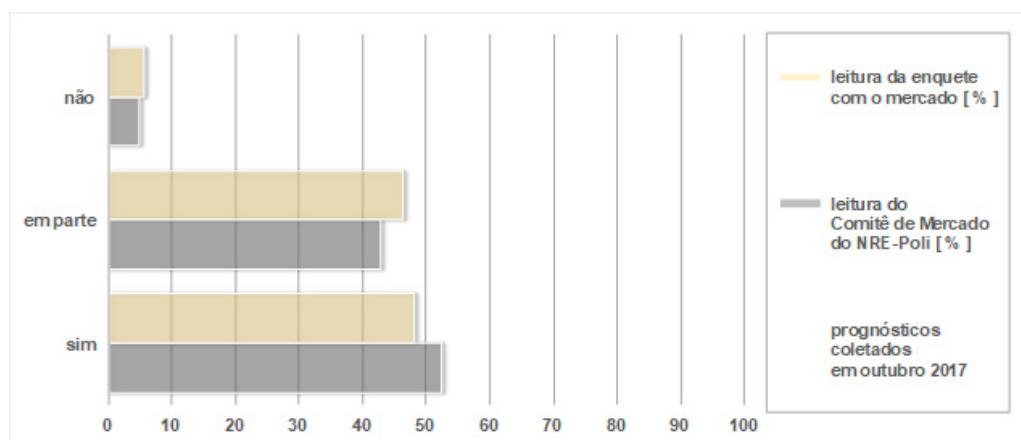
5

4. Um dos meios para melhorar o desempenho dos empreendimentos é buscar compressão de custos, com foco em engenharia de produto. Em 2018, para os empreendedores, particularmente os grandes, chegou o momento de privilegiar engenharia contra marketing? **(i)** sim; **(ii)** ainda não; **(iii)** não



No debate, os membros do Comitê fazem ênfase de que o desenho dos produtos ora é mais cuidadoso, no sentido da busca de custos de produção adequados à capacidade de pagar dos mercados alvo.

5. É possível vislumbrar um novo arranjo no mercado em que empresas médias e novas ganhem espaço, contra a redução do peso competitivo das empresas de capital aberto? **(i)** sim; **(ii)** em parte; **(iii)** não

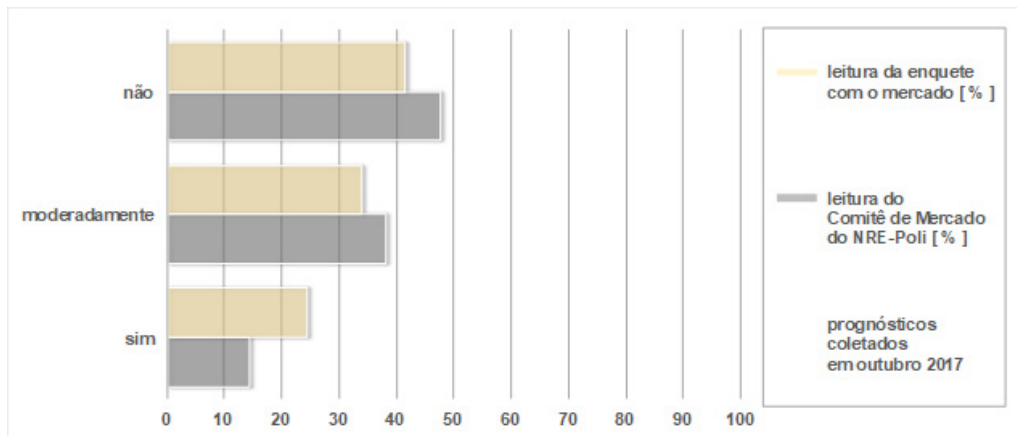


COMITÊ DE MERCADO

reunião de 05 de dezembro de 2017

6

6. Vem sendo demanda recorrente dos líderes do setor que agentes financeiros passem a financiar a aquisição de imóveis na planta, buscando diminuir a pressão dos distratos e garantir o resultado dos empreendimentos. Caixa e Banco do Brasil anunciaram que criariam linhas de crédito com esse perfil em 2017, mas nada relevante veio a acontecer. Haverá um movimento nesse sentido, ou os bancos se mostrarão refratários a esse modelo, o que manterá a pressão dos distratos nas ondas recessivas da economia, além de deixar aberto um certo espaço para especulação? **(i)** sim; **(ii)** moderadamente; **(iii)** não



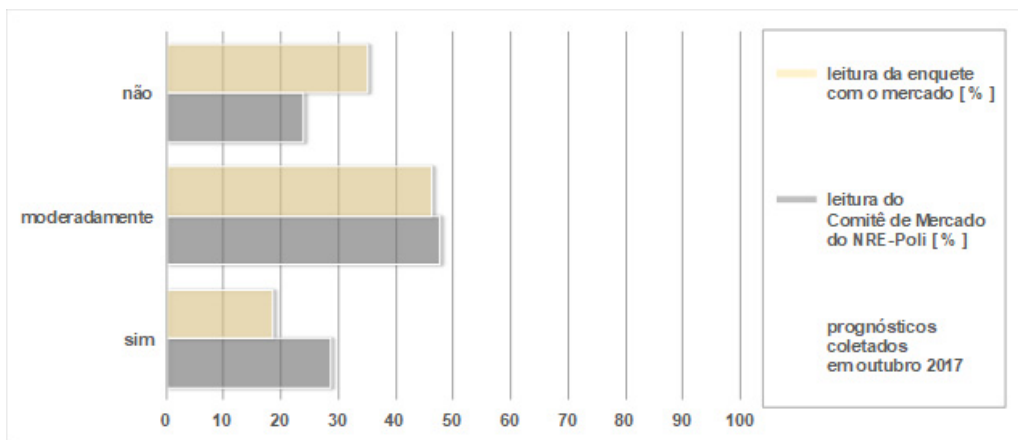
Os membros do Comitê que estão no mercado financeiro fazem ênfase em que os agentes não tendem a aceitar esta modelagem de crédito, que leva para o ambiente não especializado riscos de engenharia e riscos de mercado que devem ser tomados pelos empreendedores. Acentuam que a probabilidade de vingar uma solução estrutural com este formato, que, de resto, seria inédito na economia moderna, é quase nula.

COMITÊ DE MERCADO

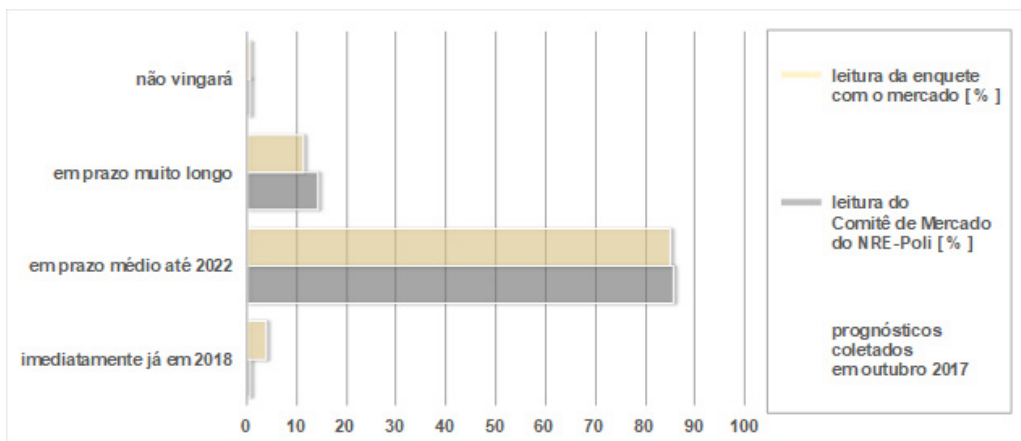
reunião de 05 de dezembro de 2017

7

7. A capacidade de atender à demanda de financiamentos para aquisição com recursos direcionados do SFH têm se esgotado nestes últimos dois anos. Haverá equilíbrio em 2018, já que aparece uma tendência de crescimento da oferta de imóveis? **(i)** sim; **(ii)** moderadamente; **(iii)** não



8. As informações disponíveis são de que a Letra Imobiliária Garantida (LIG) esteja no mercado em 2018. A LIG, fundamentada em estrutura reconhecida nas economias evoluídas, será efetiva como instrumento de apoio ao real estate: **(i)** imediatamente já em 2018; **(ii)** em prazo médio até 2022; **(iii)** em prazo muito longo; ou **(iv)** não vingará?



Com respeito às questões 7 e 8, os membros do Comitê com atuação profissional no mercado financeiro enfatizam que: (i). os recursos direcionados do SFH tenderão a

COMITÊ DE MERCADO

reunião de 05 de dezembro de 2017

8

suprir um mercado nas dimensões atuais, como já dito, perto de 40% do pico apresentado no passado recente; (ii). a LIG ainda passa por análise na CVM, de modo que é de se esperar que o instrumento esteja ativo somente em 2019; (iii). vigorando para as LIG a mesma regra de tributação dada às LCI, o poder de absorção do mercado será alto, de modo que o instrumento tende a representar, em futuro próximo, importante motor de crédito imobiliário do mercado.

COMITÊ DE MERCADO

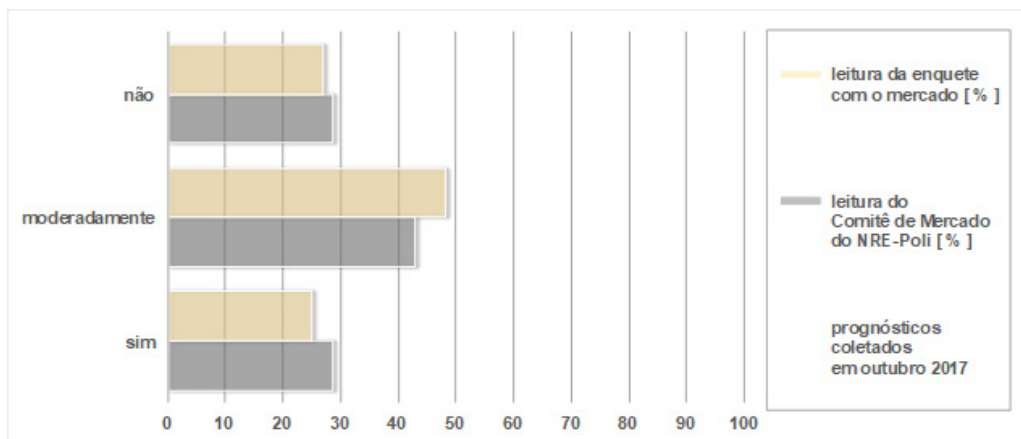
reunião de 05 de dezembro de 2017

9

II. EDIFÍCIOS COMERCIAIS

Os prognósticos de comportamento na cidade de São Paulo para as classes AA e AAA de edifícios corporativos indicam recuperação de aluguéis a partir de 2018. Sem expansão da oferta, a recuperação da atividade econômica provocará crescimento mais forte a partir de 2019. Os preços ora praticados não oferecem aos investidores incentivo para implantação de novos edifícios. Essa combinação de fatores pode até levar o mercado a um pico de preços de aluguel em um horizonte médio (2021 | 2022). Em outro sentido, os grandes vazios de escritórios compartilhados (salas) devem manter sua concorrência predatória, com repercussão em aluguéis e preços.

9. Os preços de imóveis comerciais corporativos poderão atrair investidores conservadores, nacionais e estrangeiros, a fazer posições especulativas em 2018, esperando um pico de valores para ocorrer em prazo médio?
(i) sim; **(ii)** moderadamente; **(iii)** não

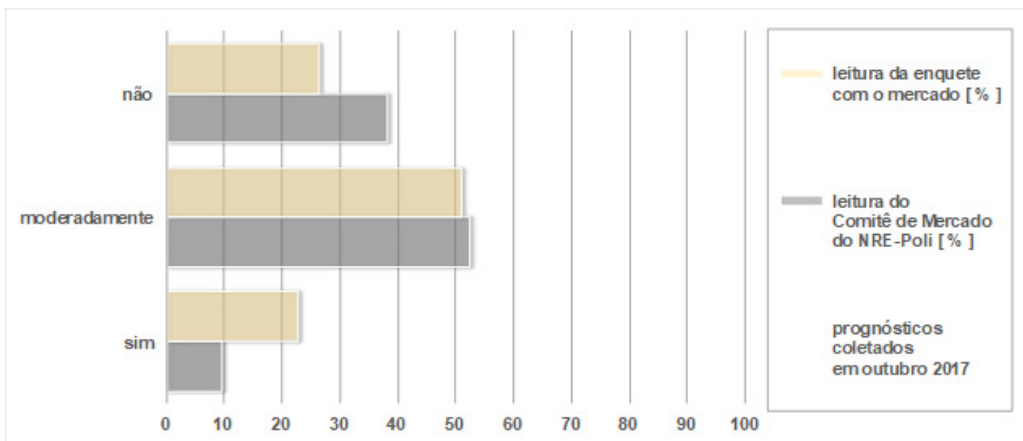


COMITÊ DE MERCADO

reunião de 05 de dezembro de 2017

10

10. Em geral, como resultado da queda da taxa referencial de juros (a taxa neutra, não a nominal), os investimentos financeiros passivos tendem a se movimentar para posições conservadoras no mercado de real estate comercial. Neste sentido, os pequenos escritórios compartilhados poderão ganhar liquidez e preço, porque atendem aos investimentos conservadores de média capacidade?
(i) sim; **(ii)** moderadamente; **(iii)** não



Exploramos a ideia de que a expansão do mercado nos modelos de aluguel de espaços equipados para co-working pode ser um caminho para validar a ocupação desses imóveis.

COMITÊ DE MERCADO

reunião de 05 de dezembro de 2017

11

III. HOTÉIS

Os operadores hoteleiros indicavam em 2017 haver contratos em andamento para a implantação de 40.000 novos quartos de hotel até 2020, na maioria em empreendimentos das categorias midscale e econômica e em cidades médias. A expectativa relatada e sustentada é de que a sua implantação seria suportada por capitais de investidores médios, conservadores, no modelo CondoHotel (comprar um apartamento e deixá-lo para alugar em pool de locação, sob gestão de um operador especializado).

Entretanto, as exigências da CVM no tratamento da captação como oferta de investimento e não venda de imóveis, fizeram com que marcas hoteleiras importantes deixassem de oferecer apoio aos incorporadores para manter este modelo. A disciplina do mercado, necessária para coibir ofertas de renda "geradas por fantasias de análise", obriga os incorporadores a preocupações além de vender e entregar, bem como faz os operadores (concedentes da marca operacional do Hotel) parceiros do risco do desempenho do investimento, contra o cenário inadequado (otimista sem causa) da oferta de investimento. Pode-se afirmar que somente uma pequena parte daqueles planos esteja hoje em vigor, esperando-se que a oferta de novos empreendimentos nessa modelagem chegue, quando muito, a 10.000 quartos.

De outro lado são notórios os ingressos de capitais estrangeiros, por meio de grandes fundos de investimento, para alocar recursos em projetos hoteleiros.

Outro modelo é o verificado nos empreendimentos multiuso, agregando hotel e residências. Nesses, o empreendedor vende as residências, para as quais o operador hoteleiro oferece serviços eventuais e sob demanda. O empreendedor, por sua vez, permanece como investidor único no hotel, que será derivado para o mercado adiante, por algum meio de securitização, eventualmente fundos de investimento imobiliário.

As questões 11 e 12 da enquete tratavam de modelagem em CondoHotel e na alternativa prevalente ou não de Fundo Imobiliário contra essa estrutura de "conceder escritura" (CondoHotel) à qual muitos empreendedores se prendem por entender que o investidor imobiliário para renda ainda não absorveu a linguagem moderna da securitização. Diante do quadro conjuntural, as respostas ficam prejudicadas, porque o Comitê entende que nem todos os respondentes à enquete têm conhecimento das pressões contra a oferta de CondoHotel e quanto à posição de resguardo que as operadoras mais importantes do mercado resolveram tomar.

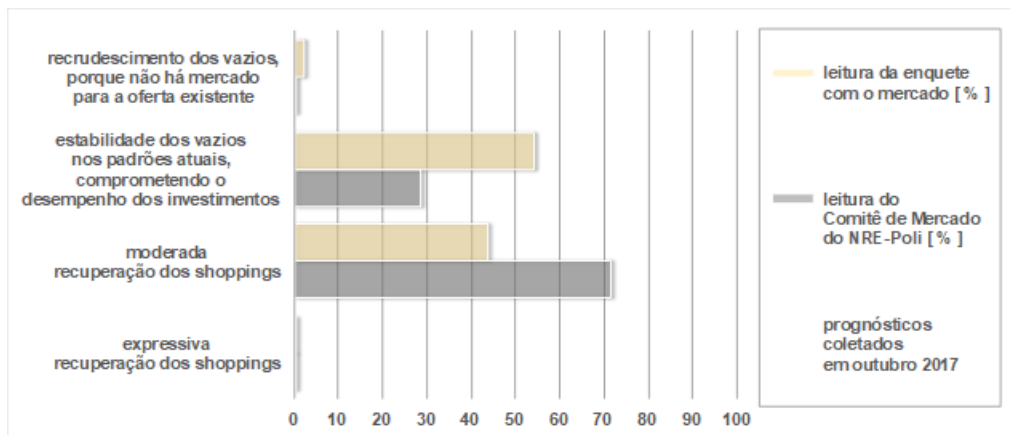
COMITÊ DE MERCADO

reunião de 05 de dezembro de 2017

12

IV. SHOPPING CENTERS

13. Nos últimos cinco anos verificou-se uma expansão na implantação de shopping centers, cuja oferta não foi absorvida. Ainda permanecem casos reportados de vazios que superam 40% da área de lojas, além de outras ações radicais de transformação do uso da área, depois de concluídas as obras. Parte do problema foi de planejamento, cujos erros grosseiros se consolidam na inflexibilidade do real estate, e parte fruto da depressão econômica que invalida o investimento dos lojistas na expansão dos seus negócios. Para 2018 verificaremos: **(i)** expressiva recuperação dos shoppings; **(ii)** moderada recuperação dos shoppings; **(iii)** estabilidade dos vazios nos padrões atuais, comprometendo o desempenho dos investimentos; **(iv)** recrudescimento dos vazios, porque não há mercado para a oferta existente.



COMITÊ DE MERCADO

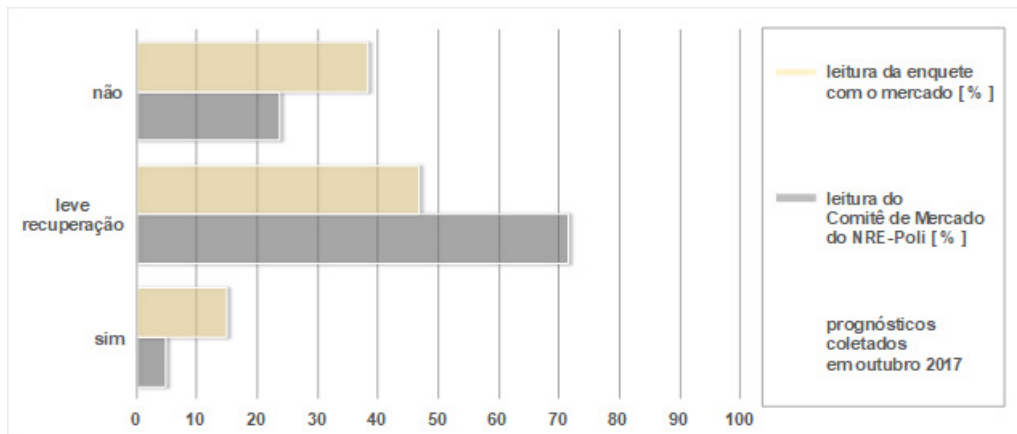
reunião de 05 de dezembro de 2017

13

V. GALPÕES LOGÍSTICOS E INDUSTRIAIS

Dentre os segmentos mais tradicionais do real estate, o de galpões e condomínios logísticos foi o último a se consolidar no Brasil como canal de investimento para poupanças conservadoras. Ao longo da última década o estoque dos espaços para locação triplicou no estado de São Paulo, mercado inclusive por investimentos de grandes companhias e fundos, que produziram instalações munidas de atributos mais aderentes às necessidades de seus usuários típicos. Nos últimos anos, grandes empreendedores têm se desfeito de portfólios de galpões, tendo em vista os vazios provocados pela depressão econômica e pela competitividade predatória em alguns mercados. O Comitê faz ênfase de que esta situação de oferta desordenada permanece, com preços de alugueis sem parâmetros contra os investimentos na implantação. Essa assimetria ainda se constitui em um problema, cujo equacionamento se vislumbra somente para o médio prazo.

14. É razoável admitir que em 2018 os alugueis praticados sejam compatíveis com uma taxa de atratividade adequada para os investimentos nos projetos mais qualificados? **(i)** sim; **(ii)** leve recuperação; **(iii)** não.

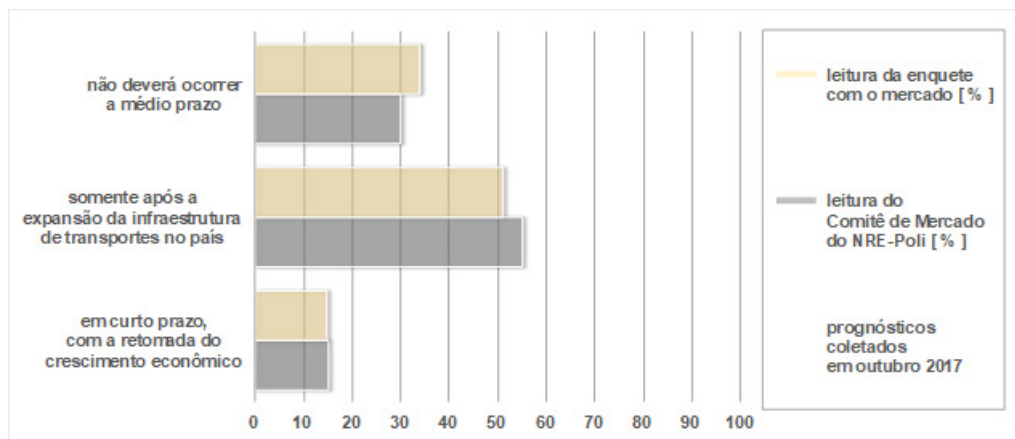


COMITÊ DE MERCADO

reunião de 05 de dezembro de 2017

14

15. Os principais condomínios logísticos no Brasil gravitam em torno das metrópoles Rio e São Paulo. O desenvolvimento de novos parques em outras regiões poderá ocorrer **(i)** em curto prazo com a retomada do crescimento econômico; **(ii)** somente após a expansão da infraestrutura de transportes no país; **(iii)** ou não deverá ocorrer a médio prazo



COMITÊ DE MERCADO

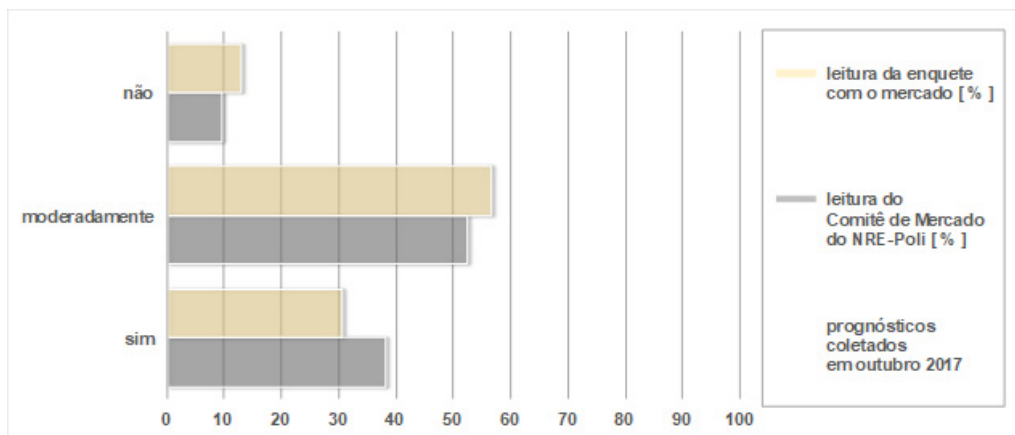
reunião de 05 de dezembro de 2017

15

VI. FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO

Na primeira metade da década de 2000 verificou-se uma expressiva oferta, especulativa contra os investidores, de investimentos em real estate partilhados por meio de fundos imobiliários. As ofertas de cotas sob um ciclo de renda garantida permitiram que alguns especuladores levassem ofertas ao mercado sob preços acima do valor dos imóveis, particularmente edifícios corporativos e shopping centers. A desvalorização das cotas desses fundos já ocorreu, tendo-se verificado em 2017 crescimento no índice de valor (total return) do IFix da B3 de 12% equivalente ano até agosto. Parte relevante desse crescimento deve ser creditado à queda da taxa referencial de juros, que altera a percepção de valor das cotas, mas é razoável afirmar que o mercado está equilibrado.

16. Os fundos imobiliários já ganharam confiança como instrumento de investimento, a ponto de que em 2018 verificaremos novas ofertas de empreendimentos partilhados por este meio? **(i)** sim; **(ii)** moderadamente; **(iii)** não

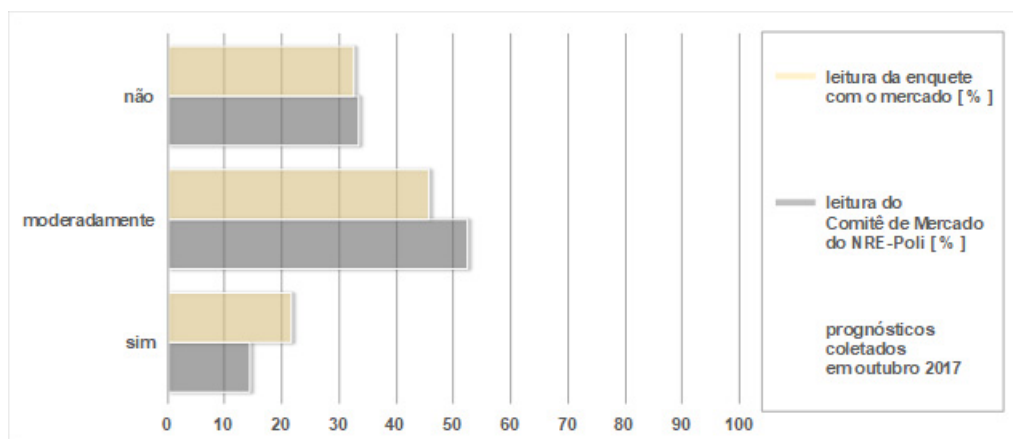


COMITÊ DE MERCADO

reunião de 05 de dezembro de 2017

16

17. É razoável admitir que este mercado já amadureça em 2018 para operar nos moldes equivalentes às grandes economias, em que o portfolio de cada fundo abriga vários imóveis para minorar o risco de desempenho do investimento?
(i) sim; (ii) moderadamente; (iii) não



O Comitê faz ênfase em que os investidores brasileiros ainda estão em fase de acomodação ao entendimento do que significa investir a taxas nominais de juros de 7% anuais, em uma acelerada curva descendente nos últimos 18 meses. O perfil das alocações de recursos tende a se alterar sensivelmente em 2018, o que pode favorecer os investimentos em FII. De outro lado, faz-se ênfase a que falta divulgação de informações sobre o que significa investir em uma cota de FII em vez de comprar um imóvel para renda. Vantagens e riscos. Aparentemente o investidor tradicional tende a ler como risco não ter em seu nome uma escritura, o que não acontece, mas não é capaz de reconhecer as vantagens do investimento via FII. Nesta conjuntura já retornam ofertas de FII, que tem encontrado demanda.

São membros do Comitê de Mercado do NRE-Poli:

Alessandro Olzon Vedrossi; Alex Kenya Abiko; Carlos Terepins; Carolina Gregorio, Cláudio Bruni; Claudio Tavares de Alencar; Daniel Citron; Eliane Monetti; Eric Cozza; Fernando Bontorim Amato; Gilberto Duarte de Abreu Filho; João da Rocha Lima Jr.; José Roberto Machado, José Romeu Ferraz Neto; Marcelo Vespoli Takaoka; Mario Rocha Neto; Paola Torneri Porto, Patrick Mendes, Pedro Cortez; Roberto Aflalo Filho; Roberto Sampaio e Walter Luiz Teixeira,

sendo esta Nota firmada por todos os seus membros