

Nota da Reunião de 02 de Outubro de 2014

## **Reflexões sobre o Comportamento Futuro do Mercado de Edifícios Corporativos de Alto Padrão na Cidade de São Paulo**

### **Introdução**

A reunião do Comitê de Mercado do NRE-Poli de outubro-14 abrigou um debate acerca do desempenho esperado nos próximos anos para o conjunto do mercado de edifícios de escritórios de alto padrão na cidade de São Paulo.

A discussão foi suportada por uma base de dados de comportamento histórico, fornecida pela empresa Buildings, compreendendo preços médios pedidos para locação em edifícios comerciais, ocupação de espaços corporativos, nos conceitos de absorção líquida e bruta, expansão do estoque de edifícios na cidade e flutuação do índice de vazios (comportamento da taxa de vacância média do conjunto do mercado). A série utilizada abrangeu o intervalo entre o segundo semestre do ano de 2005 e o primeiro trimestre de 2014.

Também utilizamos para embasar a discussão a série histórica de comportamento das taxas de evolução do PIB brasileiro e do Ipca-Ibge para ajuste dos preços de locação pedidos, no mesmo horizonte temporal (2005 a 2014).

### **Correlação entre evolução do PIB e Absorção de áreas de escritórios**

Frisamos que a análise do comportamento histórico do mercado de escritórios na cidade de São Paulo frente à evolução do Produto Interno Bruto não foi estratificada por regiões de negócios dentro da cidade e nem pelas classes dos edifícios. Tratou-se, portanto, de uma avaliação de caráter macroeconômico do mercado de escritórios, ainda que admitamos que a amostra utilizada para compor os dados da série histórica de comportamento possa ser caracterizada como de edifícios corporativos de alto padrão.

Deve-se então ter em mente que as considerações aqui tecidas referem-se às tendências de comportamento médio do mercado, não apresentando validade para uma região de negócios, conjunto competitivo ou classe de edifícios em particular.

Cabe destacar também que os dados históricos referentes aos preços de locação são de preços de oferta e não os de transações efetivadas, o que não compromete os propósitos da discussão porque aqui o que importa mais é a variação dos preços ao

**COMITÊ DE MERCADO**  
reunião de 02 de outubro de 2014

2

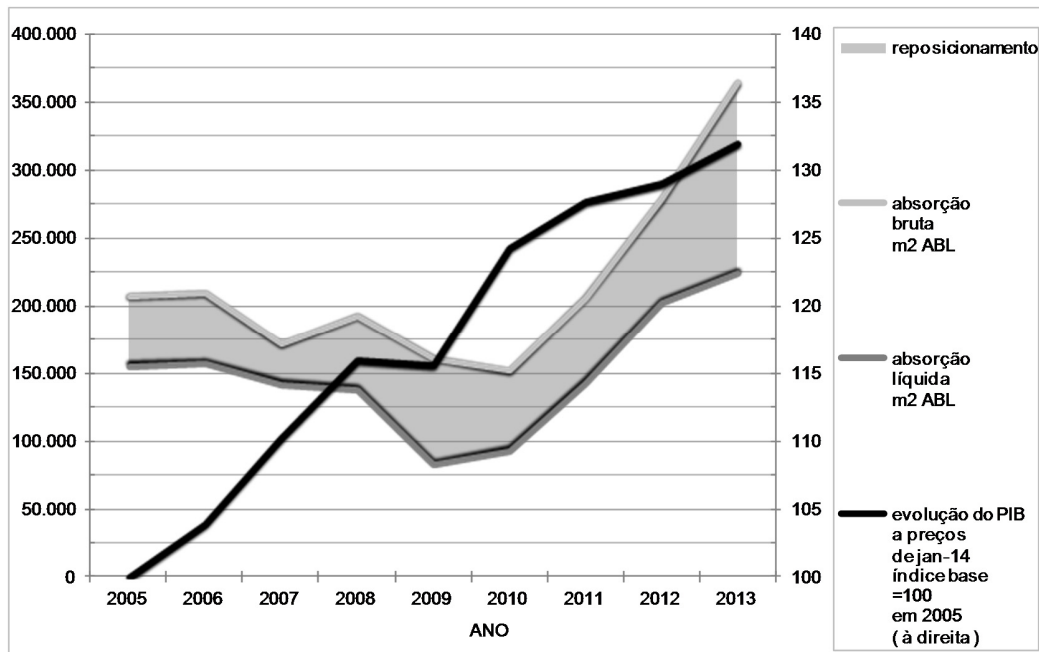
longo tempo e, nesse particular, é sabido que os preços de locação pedidos vão sendo ajustados com alguma defasagem, mas seguindo a tendência de flutuação dos preços das transações efetivas.

No gráfico 1, de 2005 a 2013, estão dispostas as curvas de evolução do PIB, a preços de janeiro de 2014, e de absorção bruta e líquida de Área Bruta Locável (ABL) no mercado paulistano de edifícios comerciais de alto padrão, de acordo com a classificação da Buildings de A até AAA.

A área sombreada no gráfico representa o reposicionamento dos locatários pelos edifícios ofertados no mercado. Evidente que quanto maior a diferença entre absorção bruta e líquida mais intensa é a movimentação dos ocupantes entre as ofertas de espaços disponíveis no mercado, podendo inclusive se perceber uma migração vertical das empresas saindo de edifícios mais obsoletos para edifícios tecnologicamente mais sofisticados, especialmente nas conjunturas de excesso de oferta.

No horizonte de análise identificamos correlação significativa entre a absorção líquida e a evolução do PIB. O que era de se esperar, tendo em vista que a expansão da atividade econômica demanda mais espaços de escritórios que abriguem as atividades das empresas envolvidas no processo de crescimento econômico.

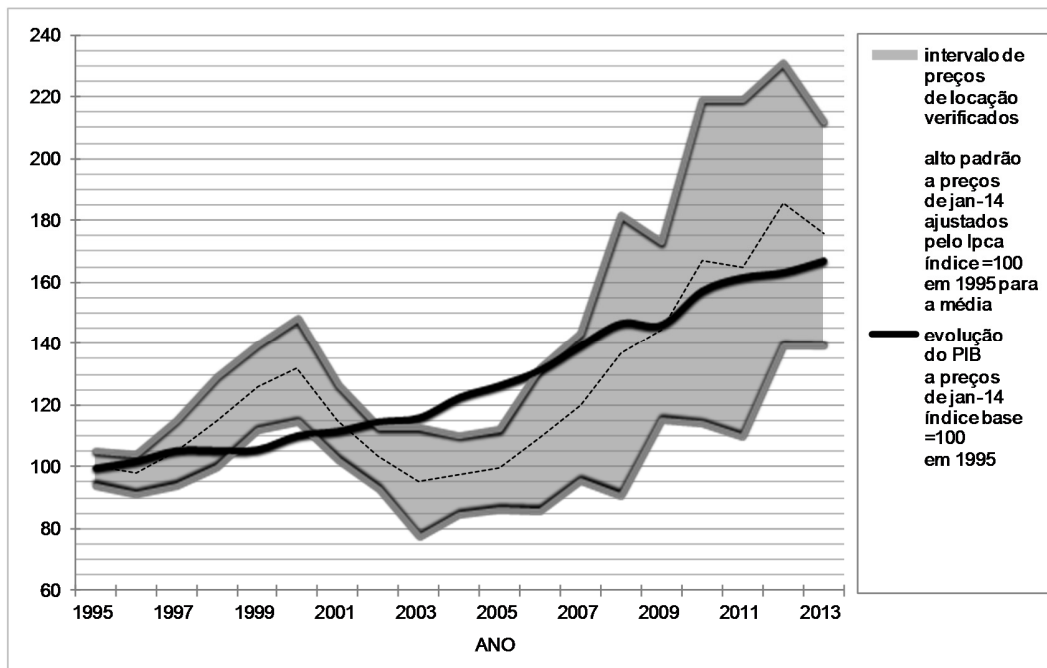
gráfico 1



O gráfico 2 apresenta as curvas de evolução do PIB e do intervalo de preços de locação, ambos ajustados pela Ipca para janeiro de 2014 e com índice base 100 em 1995.

Aqui também encontramos uma firme correlação das taxas de expansão do PIB com a evolução dos preços de locação pedidos. Esta correlação é consequência lógica do crescimento da demanda por mais e melhores espaços para locação, quando a economia se aquece, o que num primeiro momento fomenta a absorção líquida e num segundo degrau pressiona os preços pedidos para cima, como decorrência da avidez por riqueza que caracteriza os agentes no mercado.

gráfico 2



Com base nesse referencial de desempenho histórico do mercado e da economia construímos cenários para o comportamento futuro da absorção líquida e dos preços de locação na cidade de São Paulo, considerando-se certas estimativas para o crescimento da economia brasileira nos próximos anos, incluindo o corrente ano de 2014.

Consideramos taxas de crescimento do PIB bastante modestas para o biênio 2014-15 e certa recuperação gradual de 0,5 pontos percentuais a partir de 2016 de modo que se venha a alcançar o patamar de 4% de taxa de crescimento anual por volta do ano

de 2020.

Diante deste cenário de evolução macroeconômica projetamos um crescimento do índice de vazios médio do mercado e a respectiva contrapartida de queda dos preços pedidos para locação de espaços até 2015. Das simulações realizadas resulta uma melhoria paulatina no desempenho médio do mercado a partir de 2016, traduzindo-se tanto na queda do índice de vazios quanto no reposicionamento ascendente dos preços médios. Desta feita o mercado alcançaria o seu equilíbrio em 2019.

Destacamos na reunião que estas projeções devem ser lidas apenas como tendências de comportamento do mercado, não levando em conta as especificidades das distintas regiões de negócios da cidade de São Paulo, cujas dinâmicas de relação entre oferta e demanda, qualidade do estoque e capacidade de induzir migrações de locatários não tiveram espaço nas simulações que fizemos.

### **A migração vertical de ocupantes**

Além disso, também não se considerou nas projeções da absorção de áreas nos edifícios em oferta a capacidade que a classe dos edifícios corporativos de qualidade superior e bem localizados, precisamente o estrato do mercado que analisamos, de induzir movimentos verticais quando há sobreoferta no mercado Premium e os preços se aproximam dos praticados no estrato imediatamente inferior, edifícios classe BBB, BB ou mesmo B. Já se verifica no mercado ao longo do ano de 2014 inquilinos saindo de produtos de menor qualidade migrando para edifícios com um maior conteúdo tecnológico embarcado.

Adicionalmente argumentou-se que a faixa superior que tratamos na simulação envolve hoje em São Paulo um estoque de edifícios que perfaz cerca de 3 milhões de metros quadrados e, que o estrato imediatamente inferior, classes BBB, BB e B, abrigam usuários que ocupam 5 milhões de quadrados, sendo esse o público que poderia ser drenado para os edifícios da classe mais alta, com algum sacrifício nos preços, porém com potencial de arrefecer as taxas de vacância médias.

Outro aspecto importante das projeções formuladas diz respeito à premissa do não surgimento de uma nova oferta agregada de edifícios além daquela mapeada no estudo, que equivale a cerca de um milhão de metros quadrados de edifícios de boa qualidade que já estão em implantação e que devem entrar no mercado (novo estoque) nos próximos 3 anos.

Contudo comentamos que a percepção da queda das taxas de vacância médias no mercado e o alcance no futuro de uma taxa ao redor de 10% deverão motivar os

empreendedores a desenvolver uma nova safra de edifícios, inclusive devido à inversão acelerada no eixo de preços já evidenciada quando se alcança este patamar de taxa de ocupação no mercado.

Assinalamos a importância dos empreendedores estarem atentos ao momento oportuno de iniciar o processo de empreender nos próximos anos considerando que os prazos médios de entrega dos edifícios comerciais envolvem aproximadamente 5 anos, de modo que a entrada destes no conjunto competitivo ocorra quando o binômio preços-taxas de ocupação estiverem em fase de crescimento.

Nas projeções de desempenho médio de mercado há que se considerar também os atrasos frequentes das obras de edifícios, ou seja, é comum se projetar a entrada do novo estoque de edifícios em construção no mercado para um dado horizonte e, de fato, os espaços estarem disponíveis para locação somente alguns meses adiante.

Também foi anotado que mesmo em conjunturas de absorção mais lenta de espaços no mercado, os edifícios de melhor qualidade, ou mais novos, tem maior resiliência quanto à saída dos seus ocupantes ao término dos contratos. Quando um edifício de qualidade superior e bem localizado consolida sua posição no mercado competitivo, verifica-se uma alta resiliência para perda de taxa de ocupação.

Em seguida questionamos em que medida os edifícios de salas e conjuntos comerciais poderiam se transformar numa ameaça competitiva aos edifícios corporativos por meio de intervenções e reconfigurações nos andares de modo a compor grandes lajes.

Entendemos que este movimento é inviável em razão de limitações tecnológicas e construtivas e devido aos problemas de pulverização da propriedade que normalmente se verifica em edifícios desta natureza.

### **A racionalidade do mercado**

Outro tema debatido na reunião foi o grau de racionalidade que os investidores vestem ao atuar no mercado de escritórios. De modo geral, assentimos que os grandes investidores tendem a ser mais disciplinados em relação à conjuntura de mercado, enquanto os pequenos investidores, que buscam fazer poupança nos pequenos conjuntos de escritórios compartilhados, tendem a acompanhar os movimentos de euforia sem necessariamente observar os fundamentos econômicos do mercado.

No Brasil, o funding no segmento de edifícios comerciais é composto majoritariamente por *equity* que, aliado à restrição de crédito para a produção e ao crescimento das taxas de juros, tende a promover uma maior seletividade e rigor na

originação de novos negócios por parte dos grandes investidores, ainda que em algumas regiões de São Paulo se evidencie que algumas decisões de investimento no segmento foram tomadas com menor grau de racionalidade.

Reconhece-se que muitos dos recentes empreendimentos foram racionalmente validados como investimento porque localizados em terrenos adquiridos num patamar de preços do passado, mas que não seriam validados se levados em conta os custos de reprodução, em função da valorização excessiva dos terrenos e do custo das outorgas (ou cepacs). A validação do investimento diante do novo patamar de preços de terrenos na cidade exigiria um forte crescimento nos preços de aluguéis.

Ressaltou-se que os investidores mais qualificados neste segmento fazem análises e tomam decisões com base em indicadores efetivos (acima do patamar de inflação), ao contrário dos pequenos que baseiam suas decisões em referências nominais.

### **O impacto do PDE**

Concordamos que as novas regras do novo Plano Diretor Estratégico (PDE) que impactam no dimensionamento e na formatação dos empreendimentos dificultarão o lançamento de novo estoque de edifícios comerciais podendo provocar escassez de oferta no futuro.

Em sendo assim, as regiões de negócios mais centrais e consolidadas, principalmente o grande território que vai da Avenida Paulista até a Marginal do Rio Pinheiros, experimentarão altos níveis de atratividade para ocupação das corporações, inclusive reforçada pelos problemas de mobilidade da cidade de São Paulo.

Parece pouco provável a ocorrência de uma expressiva migração das empresas para regiões mais afastadas, como as cidades da região metropolitana, por exemplo, mesmo considerando a possibilidade de travamento da oferta futura em função das restrições do PDE. Não obstante, é esperado o adensamento em novas regiões que já estão surgindo, como a extensão da Avenida Chucri Zaidan e adjacências.

Com a concentração da demanda nas regiões consolidadas devemos esperar efeitos contrários aos pretendidos pelo plano, como agravamento dos problemas de mobilidade nessas regiões e intenso crescimento dos preços de locação e aquisição, em provável processo de gentrificação.

Espera-se também um crescimento dos preços de terrenos nos eixos de estruturação de transformação urbana (Eixos), visto que estes representam somente cerca de 5% do total da área na cidade e para onde o PDE induz o desenvolvimento imobiliário.

## **Funding e FII**

Já havíamos comentado que no Brasil os empreendimentos comerciais são essencialmente financiados com capital próprio. Destacou-se, ainda, que o parco uso de recursos do SBPE para o financiamento de empreendimentos comerciais tende a se estreitar no médio prazo por conta do preferencial destino dos recursos captados à concessão de crédito para as pessoas físicas e do incremento das taxas de juros na economia brasileira.

Neste particular, temos a expectativa de que a restrição de crédito discipline o mercado tornando a oferta futura mais racional. Se assim for, não se deve esperar novos investimentos na construção de empreendimentos enquanto as taxas de vacância estiverem distantes do patamar de 10%.

Finalizamos o debate abordando três canais de investimento típicos do real estate brasileiro dos últimos anos: os investidores internacionais, os fundos de pensão e os fundos de investimento imobiliário.

Quanto ao investimento estrangeiro, aventamos que foi muito comum que os recursos internados (Equity) por grandes investidores no segmento vieram atrelados a dívidas construídas em mercados internacionais e cujos diferenciais de taxas internas (de retorno do empreendimento) e externas (juros), diante da percepção de risco cambial aceitável tornavam atrativos os investimentos. Hoje vige uma percepção de risco cambial num outro patamar, além da perspectiva de elevação das taxas de juros nos principais mercados, sobretudo o norte americano.

Dos Fundos de Pensão, investidores tradicionais no segmento de imóveis comerciais, acreditamos que nos próximos anos a tendência é de um maior direcionamento de recursos para a área de infraestrutura, cuja demanda é conhecidamente vultosa.

Fizemos uma análise crítica dos Fundos de Investimento Imobiliário voltadas principalmente para os problemas de risco decorrentes da pequena escala dos fundos e da composição do portfólio, muitos detêm frações de edifícios prontos.

Também avaliamos a deterioração da imagem do instrumento junto ao mercado resultante da forma segundo a qual muitos foram oferecidos aos investidores, mascarados como investimentos em renda fixa no ciclo do pagamento da renda garantida pelo originador.

Por fim, apontamos as principais desvantagens da estrutura dos FIIs relativamente à dinâmica de funcionamento do REITs, que são corporações emuladas a constituir e frequentemente reciclar grandes portfólios de real estate para permitir a mitigação de

**COMITÊ DE MERCADO**  
reunião de 02 de outubro de 2014

---

8

riscos e oferecer remunerações competitivas aos investidores.

**São membros do Comitê de Mercado do NRE-Poli:** Alessandro Olzon Vedrossi, Alex Kenya Abiko, Carlos Terepins, Cláudio Bruni, Claudio Tavares de Alencar, Daniel Citron, Eliane Monetti, Eric Cozza, Fernando Bontorim Amato, João da Rocha Lima Jr., José Roberto Machado, José Romeu Ferraz Neto, Marcelo Vespoli Takaoka, Mario Rocha Neto, Pedro Cortez, Roberto Aflalo Filho, Roberto Sampaio e Walter Luiz Teixeira,

**sendo esta Nota firmada por:** Alessandro Olzon Vedrossi, Alex Kenya Abiko, Carlos Terepins, Cláudio Bruni, Claudio Tavares de Alencar, Daniel Citron, Eliane Monetti, Eric Cozza, Fernando Bontorim Amato, João da Rocha Lima Jr., José Roberto Machado, José Romeu Ferraz Neto, Marcelo Vespoli Takaoka, Mario Rocha Neto, Pedro Cortez, Roberto Aflalo Filho, Roberto Sampaio e Walter Luiz Teixeira, na sessão secretariada por Claudio Tavares de Alencar, que se encarregou de consolidar, na redação desta nota, o tema tal como foi debatido.