

São Paulo, julho de 2022

**INVESTIMENTO EM ESCRITÓRIOS CORPORATIVOS PARA RENDA:
PERFIL DE RETORNO**
Prof. Dr. João da Rocha Lima Jr.

Preâmbulo

O relatório UBS Global Real Estate Bubble Index (outubro de 21) entrega informações interessantes sobre a relação investimento retorno em importantes metrópoles no mundo. Edita um mapa, sintetizado e simplificado adiante, mostrando a relação preço | aluguel, que deve servir para comentários sobre a adequação dos preços dos imóveis, ou seja, ilustrar existência de bolha de preços, que denomina o relatório.

Indicadores expeditos usados por certos investidores na | AQI | de aquisição de escritórios para renda são: i. relação preço | aluguel (rpa), que faz uma imagem distorcida do payback primário, tendo em vista que computa receita bruta esperada, sem considerar despesas, impostos e ocorrência de vazios, e ii. gross acquisition cap rate (gacr-renda anual média bruta esperada), também comparando receita bruta com preço de aquisição.¹

Neste artigo vamos comentar esses dados e equivalentes na cidade de São Paulo, usando

¹ gacr é o inverso da rpa. Exemplo: aluguel anual de 100, para investimento na aquisição de 1.500, em moeda da base, resulta: i. rpa de 15 anos e ii. gacr de 6,67% ano equivalente.

a base da Buildings. Objetivo é analisar o que esses indicadores podem nos elucidar e, inclusive, evoluir para identificar bolhas de preços, como eventual conclusão. O relatório UBS, pano de fundo, fala de Bubble Index.

1. Bolhas de preços são infladas e desvanecem quando o mercado está desequilibrado, dominado pela ansiedade.

Em conjuntura equilibrada, o valor dos imóveis é entendido como justificado, representando investimento remunerado a uma expectativa de renda competitiva, considerado o risco desse investimento comparado com outros binômios disponíveis no mercado.² O valor justo (justificado) é medido com base em cenário de renda de ciclo longo, o que exige arbitragem de aluguéis adiante, taxa de ocupação, despesas com vazios, inflação e valor do imóvel ao final de ciclo longo.³ Ou seja, o múltiplo validado pelas evidências de mercado contra taxas de aplicações financeiras de longo prazo e adotadas como padrão sem risco deve cobrir as perturbações provocadas por desvios de comportamento com relação a essas arbitragens. Para entender a segurança do investimento sob o múltiplo verificado, basta fazer testes de desvios na $|AQI|$, usando cenários estressados contra as arbitragens.

- O preço do imóvel pode estar acima do valor justo em conjuntura desequilibrada de mercado, na qual a ansiedade domine as transações. Taxas de ocupação muito altas tendem a impulsionar os aluguéis, o que pode provocar valuation equivocada, particularmente se baseada na imposição simplista de um gacr paramétrico. Aluguéis mais elevados do que a contrapartida do valor justo suportam o raciocínio de que o

² Uma imagem no Brasil: a taxa de retorno esperada em ciclo longo, depois de impostos e despesas, deve estar acima da taxa das NTN-B (tesouro Ipeca+) depois de impostos sob um múltiplo que, usando as evidências de conjunturas equilibradas no passado, se situe no intervalo 1,25 - 1,50.

³ No NRE-POLI recomendamos e justificamos usar 20 anos para $|AQI|$ desses investimentos

valor do imóvel cresce acima do valor justo. Uma | AQI | desenvolvida com rigor e crítica, fundamentada em cenários de vinte anos, derrubaria o excedente, que não é excedente de valor, mas o “preço” da ansiedade. Como ansiedade não é fundamento para valuation em real estate, porque não é tangível, a curva ascendente de uma bolha tenderá a desvanecer quando a ansiedade deixar de ser fator dominante nas transações. A ansiedade de verificar o preço crescendo tende a levar os investidores a bloquear o raciocínio com fundamento no valor justo, acelerando a decisão de investimento no preço especulado, o que funciona como um catalizador do próprio processo especulativo. Isso alimenta a velocidade do inflar da bolha.

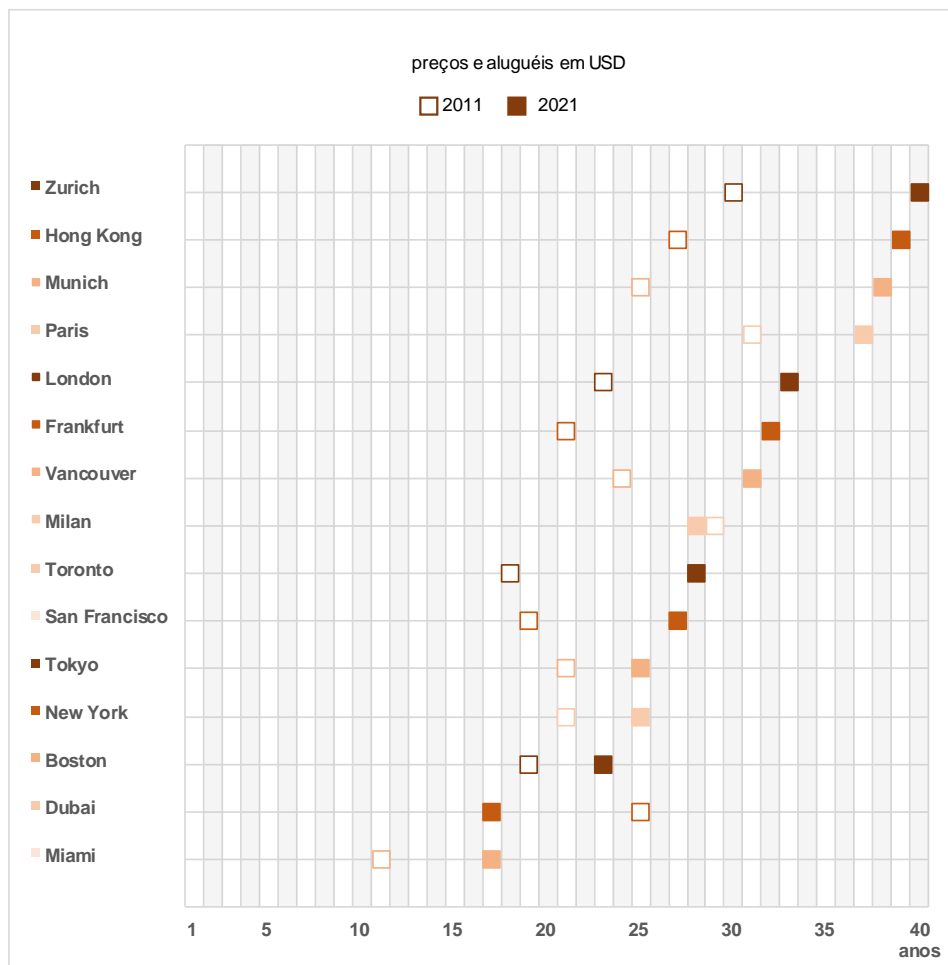
- No sentido inverso, em conjuntura que apresente vazios acentuados, os aluguéis serão comprimidos, o que derruba o cálculo do valor pela valuation expedita. Repetindo e adaptando a frase acima: uma | AQI | desenvolvida com rigor e crítica, fundamentada em cenários de vinte anos, amorteceria o impacto da conjuntura, que abate o valor e impõe ao mercado um estado de ansiedade, no sentido de que os imóveis estão desvalorizando, sem a possibilidade de reconhecer um piso.

- Esses dois movimentos se combinam no que se resolveu denominar de “ondas do real estate” explorado em algumas publicações já há anos, como sendo uma lei da natureza dos investimentos em real estate. A nosso ver, trata-se de uma questão comportamental: i.-determinada pela ansiedade e ii.-explorada por capitais especulativos. Importante lembrar que o ambiente do real estate para renda (empreendimentos de base imobiliária) é, por excelência, conservador, e que esses movimentos de bolha são provocados por capitais especulativos “de fora do setor”.

2. O relatório do UBS ilustra uma rpa que, na maioria das cidades (neste artigo postamos algumas delas), cresceu sensivelmente entre 2011 e 2021. Isso significa tendência de evolução de preços acima dos aluguéis. A conclusão não pode ser que,

necessariamente, uma bolha tenha sido inflada na maioria dessas cidades nesses dez anos, mas é um indicador de que os aluguéis estão compensando os investimentos a uma taxa de renda decrescente. A renda decrescente pode estar associada às taxas básicas de juros marcadas em patamares inferiores nesse ciclo. Podem também ser reflexo de preços estacionados e aluguéis para baixo, ou de aluguéis estacionados com preços para cima. Não é possível concluir de imediato pela ocorrência de bolha.

gráfico 1 destaques do relatório UBS-Global Real Estate Bubble Index. **rpa** em anos em diversas cidades, no ano de 2011 e em 2021, considerando preços e aluguéis em USD



Como se verifica no gráfico 1, das cidades listadas, somente Milan e Dubai observaram

uma inversão de rpa nesses dez anos. A metodologia do relatório reporta utilizar preços residenciais, que derivamos aqui como proxy para comerciais, já que a dinâmica dos dois mercados é semelhante nas economias em que arrendar imóveis residenciais é um segmento relevante dos investimentos em real estate. Por meio da medida de um índice de impacto composto por diferentes variáveis macroeconômicas e dos mercados de real estate, a metodologia empregada no relatório sugere que algumas cidades: i. estejam sofrendo em 2021 com bolhas de preços se inflando (ex. do mais agressivo para baixo: Frankfurt, Zurich, Paris e Amsterdam); ii. outras estejam com os imóveis superavaliados, mas ainda não em bolha (ex. Tokyo, Miami, London e New York); iii. figurando somente três das cidades pesquisadas como operando com preços justos (Madrid, Milan e Warsaw); iv. sendo Dubai, dentre as 25 cidades pesquisadas, a única que está com preços subavaliados.

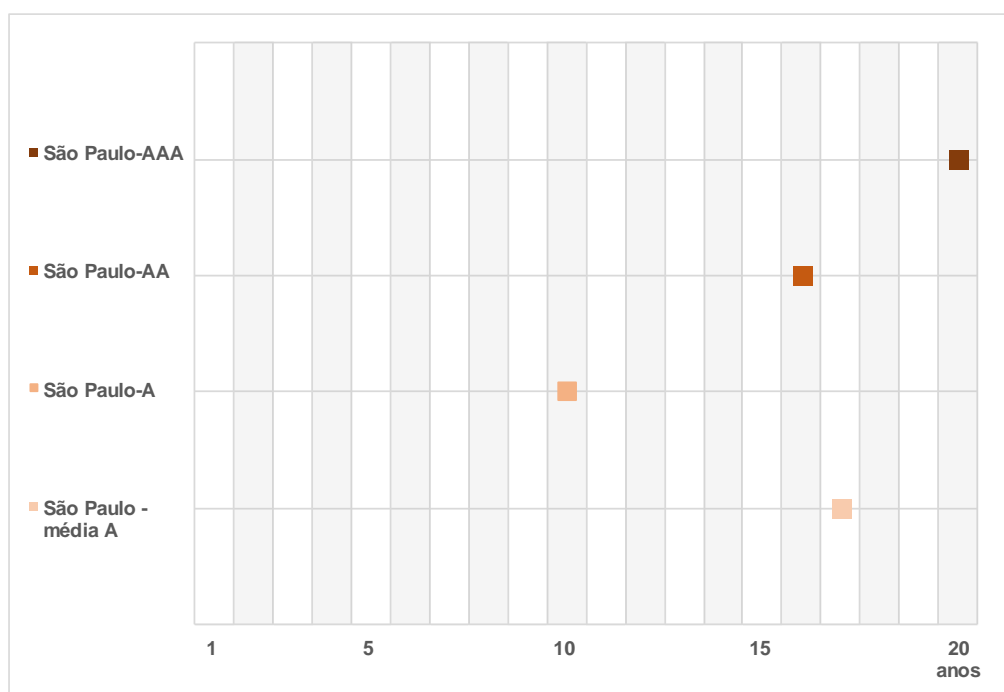
Há diferentes leituras para se fazer com as imagens do gráfico 1:

- não conhecemos o volume de transações nessa base de dados, somente preços e aluguéis. Se, mesmo verificando rpa crescente nesses dez anos, o mercado não estiver estagnado, o indicador poderá atestar resiliência da economia do real estate. Cidades com rpa elevado e crescente, podem ser rotuladas como receptoras de confiança no ambiente do real estate, a ponto de investidores optarem por aplicar recursos para payback muito longo;
- rpa crescente, o que ocorre com quase todas as cidades analisadas, pode indicar bolha ascendente, se a taxa de ocupação dos imóveis for elevada. Ou seja, aluguéis pressionados para cima pela taxa de ocupação e preços no mesmo eixo. Bolhas ascendentes não deveriam ter sustentação de dez anos, mas, do gráfico 1 só podemos inferir o crescimento da rpa, mas não a velocidade nesses dez anos. Ou seja, rpa sendo resultado de bolha deve ter sido inflado no médio prazo e não desde 2011;

- rpa crescente pode ser resultado de desvanecimento de bolha no preço dos aluguéis, com os preços dos imóveis resilientes. Essa deve ser a situação de São Paulo, como comentamos adiante.

3. No gráfico 2 plotamos uma imagem semelhante para a cidade de São Paulo, usando os dados de aluguéis da Buildings e preços paramétricos de oferta de transação, tomados para a conjuntura atual.

gráfico 2 **rpa** em 2022, considerando preços e aluguéis em BRL



Desses indicadores podemos analisar:

- quanto mais elevada é a classe do imóvel, maior é o rpa, o que pode indicar atributo de resiliência conferido pelo mercado, ou meramente idiosincrasia para investir, sob o argumento de aplicar recursos em ativos icônicos, que teriam uma condição de sustentabilidade de taxa de ocupação mais elevada;
- escritórios corporativos de base imobiliária, seguindo a tendência do mercado

brasileiro, devem apresentar payback próximo de 15 anos, levando em conta a rpa, despesas, impostos e cobertura de riscos de vazios, se usarmos um protótipo equivalente à média do mercado das classes A, na cidade de São Paulo;

- utilizando protótipo que represente a condição de mercado para payback de 15 anos, com TIR-20 anos de 6,5% anual equivalente, acima do Ipca, encontramos um rpa de 12,7 para um gacr de 7,8% anual. O rpa de mercado nesta conjuntura está em 16,5 anos, com gacr de 6,1% anual, o que, injetado no protótipo, nos leva à TIR-20 anos de 4,2% anual equivalente acima do Ipca e payback de 19 anos;
- a taxa de juros referencial dos títulos NTN-B (tesouro Ipca+) mais longos disponíveis nesta conjuntura está em 6,23% ano (vencimento 2035) contra 13,68% do tesouro pré-fixado, o que, depois de impostos de 15% leva a taxa Ipca+ para 4,31%;
- a conjuntura presente é muito especulativa quanto às taxas de títulos públicos e não nos parece razoável admitir que estes patamares sejam duradouros. As taxas de títulos públicos carregam dois fatores muito distorcidos: taxa efetiva de juros depois de impostos de 4,31% e inflação implícita, tomando a taxa do título pré contra o Ipca+, de 7,0% anual recorrente nesse longo horizonte. Se tomarmos uma taxa de juros de 2,0% depois de impostos para inflação média de 4,5% anual, significando 3,11% de taxa bruta Ipca+, poderíamos comparar com o estado do mercado nesta conjuntura;
- utilizando as taxas pontuais, o mercado trabalha nesta conjuntura no patamar do Ipca+, sem qualquer margem para a TIR-20 anos no protótipo do mercado, o que conduz à conclusão de que os aluguéis estão em patamar não atrativo – deveriam crescer para levar o mercado a um patamar de atratividade adequado. Mas, se considerarmos o que é razoável esperar para as taxas de juros dos títulos públicos isentas das atuais pressões especulativas, como indicado acima, o mercado estaria operando com expectativa de TIR-20 anos depois de impostos ao múltiplo de 1,16 ainda abaixo

das evidências históricas, no intervalo 1,25 – 1,50;

- como, no nosso entender, os custos de terrenos, cepacs, e construção não tem razão para arrefecer contra o Ipca nos médio e longo prazos, a conclusão é que, a economia tomando ritmo mais vigoroso, com a ocupação dos vazios, ora acima de 20%, os aluguéis devem subir, e aí os investimentos reencontrarão seu patamar de atratividade tradicionais;
- é razoável considerar que sofremos uma bolha de preços entre 2011 e 2012, mas o efeito foi curto, mas ainda estamos na curva de baixa dos aluguéis e, por consequência com o valor justo dos imóveis ainda aprisionados nessa armadilha.