

São Paulo, janeiro de 2022

**NOTAS SOBRE
INVESTIMENTOS PARA RENDA
POR MEIO DE FII**
Prof. Dr. João da Rocha Lima Jr.

1. Os investimentos em imóveis para renda se constituem no mais tradicional veículo de acumulação de poupanças conservadoras. Mesmo sendo possível fazer ressalvas quanto à eficácia e os riscos desse modelo de reserva de recursos, sabemos que grande parte da sociedade lê o investimento em imóveis para renda vestido dos atributos: (i) – reserva de valor e (ii) – capaz de proporcionar renda harmônica por ciclos muito longos.

Algumas referências:

(i) – como sociedade entendemos aquilo que se denomina de "o mercado", ou seja, os indivíduos, quando inseridos nos mercados financeiros, aplicando suas reservas com um certo critério, de onde deriva a classificação de investimentos como sendo agressivos, moderados ou conservadores. A classificação se associa ao binômio | expectativa de resultado x riscos |, ressaltando-se a classificação do investimento em imóveis para renda como sendo o "conservador" mais reconhecido;

(ii) - admitir que o investimento em imóveis supre o critério de reserva de valor é perigoso, mas é o que "o mercado" assume. O valor de um imóvel para renda está

diretamente ligado à sua capacidade de geração de resultado na ocupação (aluguel na situação mais simples), ressalvada a incidência de custos de revitalização ao longo do tempo para compensar a perda de competitividade quando novos empreendimentos passam a disputar mercado com algum grau de inovação. Se o imóvel investido não consegue acompanhar o seu mercado competitivo, perde valor, o que também pode ocorrer como efeito perverso de deteriorações no perfil urbano;

(iii) - quanto à renda harmônica, deriva da manutenção da completa ocupação, o que faz os investidores reféns dos inquilinos - afinal, vazios não representam somente perda de renda, mas impõem custos;

(iv) - somando tudo o que é atributo positivo e condições de mitigar os riscos, a solução de investimento conservador por meio de fundos imobiliários de portfolio disperso se evidencia como mais adequada do que o investimento direto em imóveis para renda. No mercado brasileiro ainda temos que consolidar a alternativa do FII contra o imóvel como canal privilegiado de investimento conservador, mas o caminho, particularmente nos últimos cinco anos, tem sido percorrido a uma velocidade razoável.

2. Mas aí surge o tema do benchmark. Ou seja, se “o mercado” quer fazer um investimento conservador, como comparar alternativas? (i) - FII contra imóvel; (ii) – portfolio dentre os FIIs expostos ao mercado, ou (iii) - FII contra aplicações financeiras?

O que os "interpretadores do mercado" informam é que a comparação tem sido feita por meio de confrontar as rendas proporcionadas contra rendas de aplicações financeiras.

Mas, isso é comparar canais de investimento de características diferentes,

particularmente quanto ao atributo de reserva de valor.

2.1. FII contra imóvel.

(i) - Se um dos princípios básicos de fazer o investimento imobiliário conservador para renda é buscar reserva de valor, significando reserva de poder de compra, conclui-se que "o mercado" aceita a premissa de que "o valor do imóvel cresce no mínimo na proporção da inflação, de modo a manter inalterado o poder de compra por ele representado". Não importa que essa assertiva deva ser submetida a restrições e limites, mas é assim que "o mercado" vem rotulando esse investimento. Se este é o raciocínio prevalente, então ele deve se estender para os FII com vantagens, uma vez que os portfólios dos fundos podem ser submetidos a uma política de gestão ativa, de modo a revigorar a qualidade dos imóveis. Ou seja, quanto a representar reserva de valor, um FII é canal mais seguro do que um determinado imóvel.

(ii) - Quanto ao atributo da renda harmônica, um portfólio (um FII) é mais seguro do que um imóvel isolado, porque os efeitos dos vazios se diluem, diminuindo a renda, em vez de representar custo. Imóveis isolados vazios exigem cobertura de custos, o que indica volatilidade elevada do investimento, contrariando o princípio da decisão pela característica da renda, porque volatilidade elevada está no extremo oposto da harmonia.

2.2. Então, por qual razão os FII atingiram valores acima do patrimonial, sem respaldo, quando a taxa referencial de juros estava no patamar dos 2% anuais e desvalorizaram para aquém do valor patrimonial agora com a taxa referencial na casa dos 10% anuais? Analisando o comportamento desse mercado, verifica-se que 10% anuais indicam um patamar fora dos padrões conservadores dos imóveis.

O que se especula (avalia, quem sabe?) é que essa onda resultou da migração, e retorno, de investidores em canais mais agressivos, que encontraram no benchmark de renda de 6,5 / 7,2% anuais uma condição favorecida no ciclo dos 2% anuais de taxa referencial de juros e agora saem das suas posições. Para os investidores cujo objeto é a aplicação conservadora em imóveis para renda, o patamar de 6,5 / 7,2% continua sendo o referencial, mas os que entraram nos FII para especular um viés contra as aplicações financeiras, ora podem encontrar taxas de renda mais elevadas nos seus canais preferenciais de investimento. Ou seja, verifica-se o refluxo de um movimento especulativo e é necessário esperar a sua decantação para que o ambiente se estabilize.

A conjuntura pode ser analisada seguindo este raciocínio? Ou haverá uma questão mais técnica que ilustre correlações entre a taxa referencial de juros (SELIC), ou a renda implícita das NTN-B (tesouro IpcA)

Não se encontram correlações. Ou seja, é mais uma atitude do especulador, do que um movimento comandado por análise e arbitragem. Senão vejamos duas análises comparadas: (i) – variação do IFIX contra a SELIC e (ii) – variação do IFIX contra as NTN-B (tesouro IpcA).

3. A variação do IFIX tomada em ciclos de 12 meses ex-post comparada com a da SELIC está nos gráficos 1 e 2. Ali anotamos o descolamento do IFIX para a SELIC, ou seja, qual é a taxa de variação do índice de fundos imobiliários da B3 no seu descolamento para a taxa referencial. Também medimos o múltiplo bruto, no conceito do beta desse tipo de investimento contra a SELIC (gráfico 2).

gráfico 1

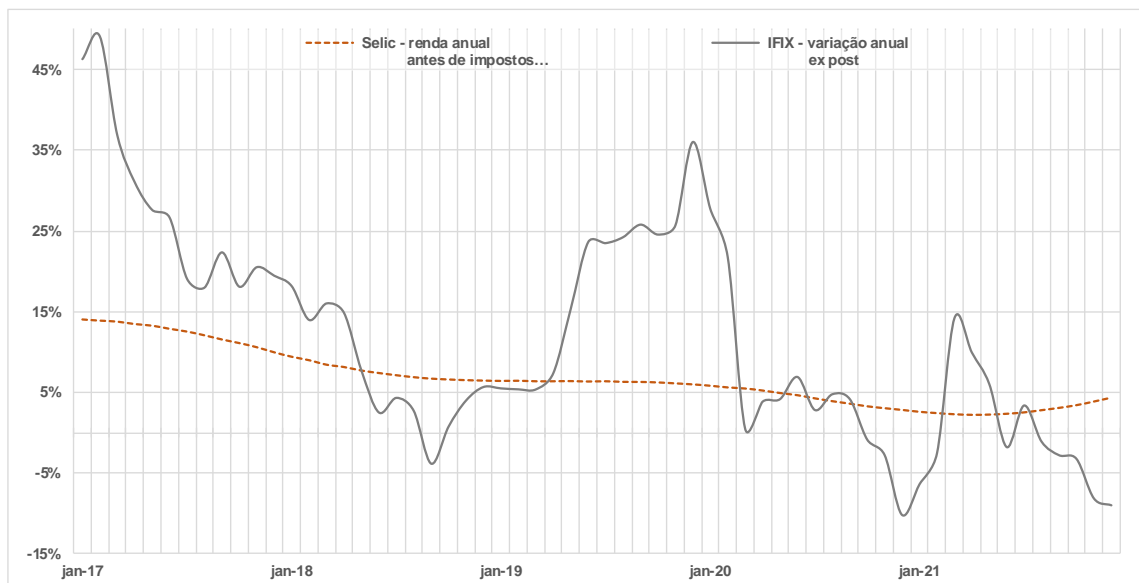
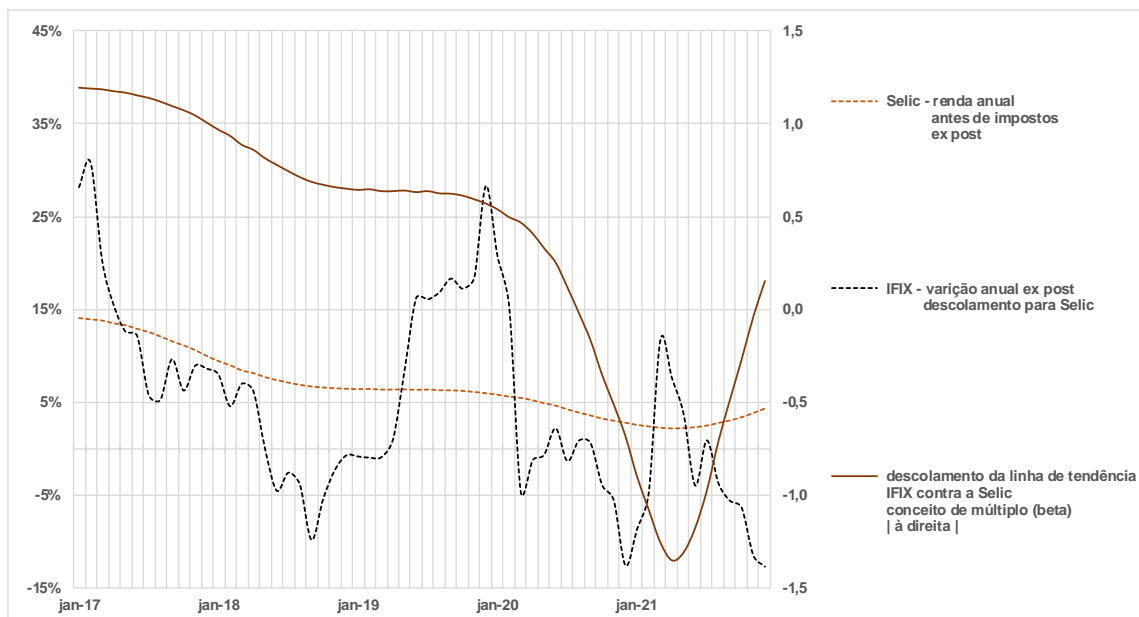


gráfico 2



Importa notar que: (i) - o IFIX mede total return, ou seja, na variação medida está computada a renda distribuída pelos componentes da amostra utilizada somada à variação do valor das cotas da amostra (para cima ou para baixo) e (ii) - o resultado do investimento em FII pode ser isento de impostos, mas as aplicações financeiras não. Então, se o múltiplo for medido ex-tributos, os múltiplos serão acentuados com respeito aos apresentados no gráfico 2.

Como se vê, o descolamento do IFIX para a SELIC é muito perturbado - alta volatilidade - não sugerindo qualquer grau de correlação mais representativo. Procurando identificar a linha de tendência do descolamento, pelo múltiplo (gráfico 2), encontramos, nesse intervalo de 2017-2021 uma linha que espelha não haver correlação. Então a onda, em baixa de 2017-2019, em alta em 2019 e baixa até 2021, com uma recuperação curta em 2021. A variação do IFIX mostrada no gráfico 1 também apresenta o mesmo comportamento.

4. A variação do IFIX tomada em ciclos de 12 meses ex-post comparada com a da NTN-B está nos gráficos 3 e 4. Não encontramos correlação da renda derivada de locações (ações de longo prazo e baixa volatilidade) contra a SELIC (ação de curto prazo e maior volatilidade nesse período). Mas podemos verificar o comportamento relativo do IFIX com renda de títulos de longo prazo, cujo investimento seja marcado por ciclo mais compatível com imóvel para renda. Os gráficos 3 e 4 ilustram para o mesmo horizonte os mesmos indicadores dos gráficos 1 e 2.

gráfico 3

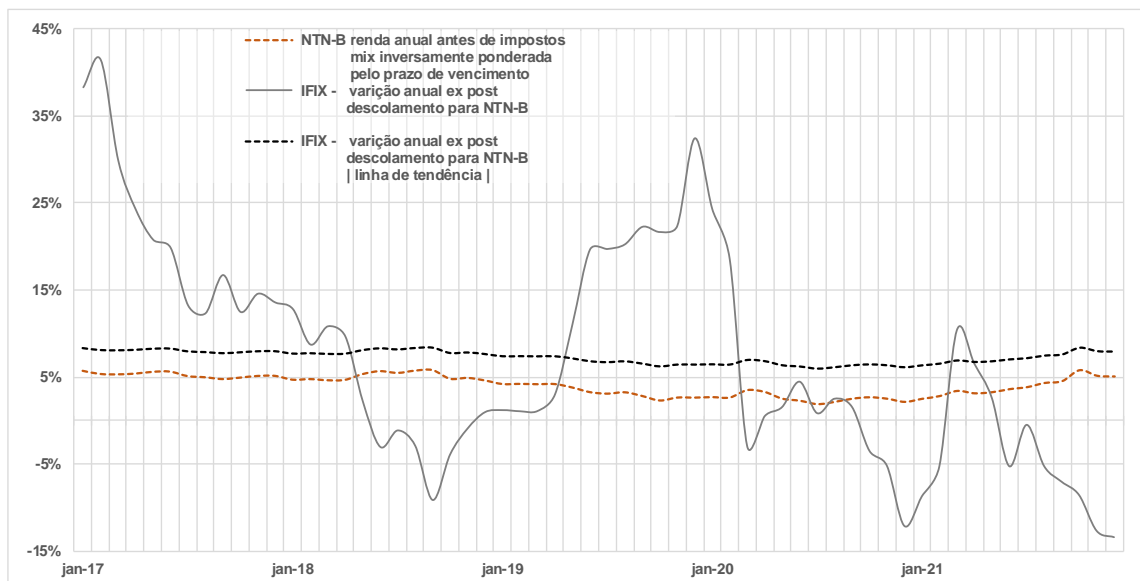
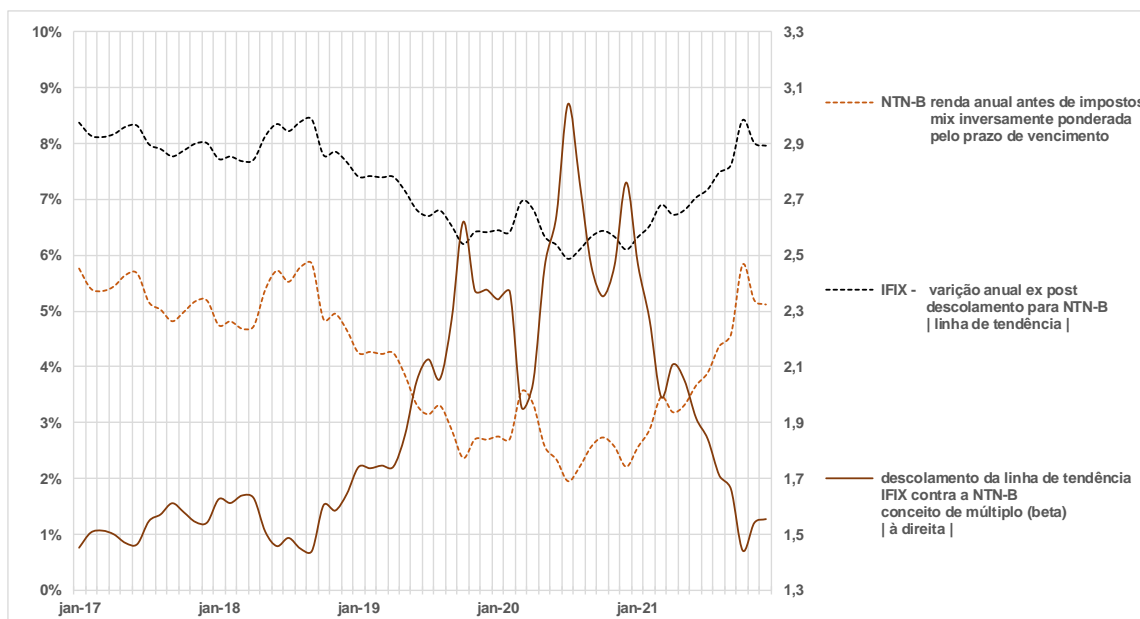


gráfico 4



Neste gráfico 4, ainda que não fique explícita uma correlação, tendo em vista a volatilidade mostrada pela linha de tendência, com múltiplo e 1,4 até acima de 2,9, fica mais claro que a linha de tendência, quando medida em pontos de porcentagem (gráficos 3 e 4) apresenta um grau de estabilidade. Isso pode ser interpretado como se a leitura dos dois tipos de investimento seja de risco equivalente no longo prazo. Mas não é razoável interpretar correlações entre investimentos de riscos diferentes por um indicador de pontos adicionais de porcentagem qualquer que seja o patamar do indicador base, neste caso a NTN-B.

Como de 2017 até 2021 tivemos períodos atípicos, de recessão, com breve recuperação em 2019 e de impacto econômico da pandemia em 2020-2021, vejamos no gráfico 5 a medida da linha de tendência por ciclo. A volatilidade é mais acentuada a partir de 2019 (efeito pandemia) do que no ciclo recessivo 2017-2018. A evidência empírica é que o risco FII contra as NTN-B esteve precificado pelo descolamento médio de 7,3% anual.

gráfico 5

